Die Kursentwicklung auf dem Pfandbriefmarkte

in der Zeit von 1918 bis 1927

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Doktorwürde

der hohen staatswirtschaftlichen Fakultät

der

Ludwigs-Maximilians-Universität, München

vorgelegt von

Heinrich Binder

aus Planegg

Sonderdruck aus dem Jahrbuch für Bodenkredit 1928

(Verlag von Franz Vahlen in Berlin)

Druck von Fr. Kuhle in Herford i. W.

Die Kursentwicklung auf dem Pfandbriefmarkte in der Zeit von 1918 bis 1927.

Von **Dr. Heinrich Binder** in München.

Vorbemerkung.

Die Zeit seit 1918 brachte für das gesamte deutsche Wirtschaftsleben schwerwiegende Veränderungen gegenüber der Vorzeit. Die mit dem Ende des Krieges erhoffte Belebung des wirtschaftlichen Lebens konnte sich lange Jahre hindurch nicht einstellen. Auf die Gründe soll hier nicht eingegangen werden. Die deutsche Währung ging einem vollständigen Verfall entgegen, der in einer Devalvation endete. Nach erfolgter Stabilisierung galt es, die deutsche Wirtschaft wieder in normale Bahnen zu lenken. Es war dies eine sehr schwierige Arbeit für das ganze deutsche Volk, bei welcher schwere Erschütterungen nicht zu vermeiden waren. Erst ganz langsam gelang es, die in der Folge der Inflation eingetretenen Schäden wenigstens einigermaßen abzustellen und wieder normale Verhältnisse zu schaffen.

Mit am stärksten litt unter diesen Umständen der Realkredit. Die Entwertung der Mark brachte gerade auf diesem Gebiete große Ungerechtigkeiten mit sich (Hypothekenrückzahlungen in entwerteter Mark, aber zum Nennwert!), die auch in der folgenden Zeit noch nachwirkten.

Die Betrachtung des Pfandbriefmarktes in der Zeit von 1918 bis 1927 zerfällt in zwei Hauptteile: 1. in die Entwicklung desselben in der Zeit des Währungsverfalles und 2. in den Neuaufbau dieses Marktes auf wertbeständiger Grundlage. Daneben galt es, für die Zeit seit 1924 die Kursentwicklung der alten, der Markentwertung anheimgefallenen „Vorkriegspfandbriefe" darzulegen. Auch die gemäß dem Aufwertungsgesetze vom 16. Juli 1925 an die Inhaber dieser Vorkriegspfandbriefe (und auch der später ausgegebenen Pfandbriefe) hinausgegebenen Liquidationsgoldpfandbriefe mußten mit eingeschlossen werden.

Als Grundlage für diese Untersuchungen sind die Verhältnisse an der Berliner und der Münchener Börse herangezogen worden. In Berlin sind die meisten deutschen Hypothekenpfandbriefe notiert. Die Verhältnisse auf diesem Platze pflegen sich überdies auch auf die anderen deutschen Börsen zu übertragen. München ist der Hauptmarkt für die Pfandbriefe der großen bayerischen Hypothekenbanken; diese nehmen einen besonderen Platz unter den deutschen Hypothekenbanken dadurch ein, daß sie zu fast gleichen Teilen das landwirtschaftliche und das städtische Beleihungsgeschäft pflegen. Dies ist bei den norddeutschen Instituten in der Regel nicht der Fall (mit einigen Ausnahmen, z. B. Preußische Central-Boden-Credit A. G., die mit der Preußischen Pfandbriefbank seit 1927 fusionierte

Roggenrentenbank u. a.). Vielmehr tritt dort eine weitgehende Teilung des Geschäftes zwischen den Hypothekenbanken und den Landschaften ein. Letztere fehlen in Süddeutschland überhaupt; ihre Tätigkeit wird hier von den Hypothekenbanken übernommen, wenn auch in etwas veränderter Form.

Für die eingelegten Kurstabellen sind stets Notierungen von beiden genannten Plätzen entnommen. Von der Berliner Börse sind hierbei die Kurse der Pfandbriefe der Preußischen Central-Boden-Credit A. G. (Centralboden) und der Preußischen Pfandbriefbank eingesetzt. Von den Münchener Notierungen wurden jeweils die Kurse von zwei großen bayerischen Hypothekenbanken ausgewählt. Die Kurstabellen sind sämtlich nach den amtlichen Kursblättern der Berliner bezw. Münchener Börse angefertigt.

Der Pfandbriefmarkt in der Zeit des Währungsverfalles.

1. Die Entwicklung seit dem Kriegsende bis 1920.

Im Jahre 1918 ging die Vorherrschaft der Kriegsanleihen auf dem Kapitalmarkte immer mehr verloren. Der Grund ist in erster Linie darin zu sehen, daß die Aussichten des Krieges mit der längeren Dauer desselben immer ungünstiger wurden und deshalb allgemein eine gewisse Kriegsmüdigkeit zu verspüren war. Unter dieser hatte natürlich das Papier, das zur Finanzierung des Krieges gedient hatte, am meisten zu leiden. So erklärt es sich, daß plötzlich eine ziemlich lebhafte Nachfrage nach Pfandbriefen eintrat. Dies war besonders in Bayern der Fall, wo für die Anlage des Kapitals in Pfandbriefen von jeher eine besondere Vorliebe bestand. Einen weiteren Anreiz bot der allgemein recht niedere Kursstand dieser Papiere. Im Laufe des Jahres verstärkte sich diese Nachfrage nach Pfandbriefen so sehr, daß zeitweise von verschiedenen Instituten der Verkauf eingestellt werden mußte, weil die Beschaffung der benötigten Unterlagehypotheken nicht mit derselben Schnelligkeit zu bewerkstelligen war[1]).

Die Ereignisse des Spätherbstes 1918 übten natürlich auf den gesamten Wertpapiermarkt eine ganz außerordentliche Wirkung aus. Besonders wurden die staatlichen Papiere von einem allgemeinen Mißtrauen betroffen, da durch den Zusammenbruch des alten Reiches der Glaube an die „ewige Dauer des Staates“ erschüttert worden war. Die Folge war eine Abkehrung des Kapitals von den Reichs- und Staatsanleihen. Aber auch die anderen Effektenkurse wurden durch diese politischen Vorgänge stark zurückgeworfen. Während sich diese aber meist von den in dieser Zeit erlittenen Kurseinbußen bald wieder erholen konnten, hielten die Staatsfonds ihren tiefen Kursstand längere Zeit bei. Die Nachfrage nach Pfandbriefen nahm bald wieder an Umfang zu und auch die Kurse konnten sich während der ganzen kritischen Zeit verhältnismäßig gut behaupten. Allerdings änderte sich bereits im Dezember 1918 diese günstige Lage des Pfandbriefmarktes und zwar infolge der außerordentlich angespannten Lage des Geldmarktes.

---

[1]) Gesch.-Ber. versch. Hypothekenbanken, z. B. Pfälz. Hyp.-Bank (S. 4) und B. Hyp.- und W.-B. (S. 14).

Schon kurz nach dem Jahresultimo erleichterte sich die Geldmarktlage wieder und es trat sogar bald eine gewisse Geldfülle ein. Den Hauptnutzen aus derselben konnte neuerdings der Pfandbriefmarkt ziehen. Denn vom Markte der Staatspapiere hielt sich das Anlage suchende Kapital nach wie vor etwas fern, weil niemand sein Geld in Papieren des Reiches und der Länder anlegen wollte. Man wußte nicht, ob die Siegerstaaten, an ihrer Spitze Frankreich, das deutsche Reich als solches überhaupt bestehen lassen würden. Das Schicksal der Anleihen wäre aber in diesem Falle sehr ungewiß gewesen, daher die Zurückhaltung des Publikums. Auch auf dem Markte der Industrieaktien gab es noch keine rechte Kauflust, da die innen- und außenpolitische schwierige Lage keine auch nur einigermaßen günstige Beurteilung der deutschen Wirtschaft zuließ. Die inneren Wirren konnten im April 1919 überwunden werden. Im Zusammenhange damit steigerte sich das Interesse an den Aktien der deutschen Industriegesellschaften allmählich, um dann gegen Mitte des Jahres 1919 in eine richtige Hausse überzugehen. Diese Bewegung ging von den Auslands- und Kolonialwerten aus und griff dann nach und nach auf die meisten einheimischen Industrieaktien über. Schon damals zeigte sich die später immer wieder beobachtete Tatsache, daß die Rücksichtnahme auf die Verzinsung des Kapitals zurückgestellt wurde, um bei der schon erkennbaren Entwertung der Mark wenigstens das Kapital voll zu retten. (Aus diesem Grunde begannen die Steigerungen auch bei den ausländischen Werten.)

Infolge der innenpolitischen Lage war die günstige Verfassung des Pfandbriefmarktes in den ersten Monaten des Jahres 1919 verloren gegangen. Die Kurse hatten wieder etwas zurückweichen müssen und die Nachfrage war auf ein Minimum gesunken. Vom Mai ab konnte sich auch auf diesem Markte eine langsame Besserung durchsetzen. Diese Erholung war möglich durch eine zunehmende Nachfrage, welche ihrerseits wieder auf der den Pfandbriefen wegen ihrer realen Deckung innewohnenden Sicherheit beruhte[2]). Das Kapital suchte zur Anlage natürlich diejenigen Werte heraus, die nicht nur eine gute Verzinsung boten, sondern vor allem auch gegen den Währungsverfall gesichert waren. Diese Sicherheit erachtete man bei den Pfandbriefen als durch die Hypothekendeckung gegeben. Daß dieser Gedankengang nicht richtig ist (mit Rücksicht auf die Geldentwertung), wurde damals noch nicht allgemein erkannt. So kam es, daß sich dem Pfandbriefmarkte viel Kapital zuwandte. Die Kurse der 4%igen Pfandbriefe konnten in dieser Zeit fast alle den Paristand wieder erreichen und sogar überschreiten. Besonders richtete sich die Nachfrage nach den mündelsicheren Papieren dieser Gattung, was sich auch in den Kursen derselben etwas ausdrückte.

Die Unterzeichnung des Friedensvertrages brachte die Gewißheit, daß das deutsche Reich als solches fortbestehen würde. Damit war der Hauptgrund für die vollständige Vernachlässigung der Staatstitel weggefallen. Der Kurs derselben war in der Zwischenzeit sehr tief gesunken. Es fand jetzt vielfach ein Umtausch von Hypothekenpfandbriefen in solche Papiere statt, umsomehr als diese zu Steuerzahlungen verwendet werden konnten. Da infolge der großen Kursdifferenz[3]) auch namhafte Gewinne erzielt werden konnten, nahmen diese Tauschoperationen einen größeren Umfang

[2]) Gesch.-Ber. der B. Hyp.- und W.-Bk. 1919 (S. 10).
[3]) bis 25%.

an. Die Folge war eine Abnahme der Nachfrage nach Pfandbriefen, was in Verbindung mit vermehrtem Angebot zu langsamen Kursermäßigungen führte[4]). Immerhin lagen die Kurse der 4%igen Hypothekenpfandbriefe trotz dieser Abschwächungen noch ungefähr bei 100% im Durchschnitt, welchen Stand sie dann längere Zeit einhalten konnten.

Diese ruhige Haltung der Kurse erfuhr eine jähe Unterbrechung durch die plötzliche und unerwartete Veröffentlichung des Gesetzes über den Depotzwang (Verordnung über Maßnahmen gegen die Kapitalflucht vom 24. Oktober 1919). Nach diesem Gesetz mußten alle Wertpapiere entweder bei einer Bank oder einem Bankier deponiert werden oder der Besitz derselben dem Finanzamte gemeldet werden. Als Druckmittel zur Einhaltung dieser Vorschriften wurde bestimmt, daß eine Einlösung von Zinsscheinen nur erfolgen dürfe, wenn die Erfüllung einer dieser beiden Bedingungen nachgewiesen wurde. Die Wirkung dieser Verordnung auf die Kurse besonders der festverzinslichen Werte war geradezu katastrophal. Die Kurse erlitten plötzlich Einbußen, wie sie auf dem Pfandbriefmarkte so schnell und allgemein überhaupt noch nicht gesehen worden waren. Die Kurse der führenden Hypothekenpfandbriefe erfuhren eine Senkung von durchschnittlich 100% auf 92—95% für die 4%igen und von ca. 95—96% auf 89—90% bei den 3½%igen Werten. Der Grund für diese starken Kursstürze liegt in dem Massenangebote, das sofort nach Bekanntwerden dieser Verordnung einsetzte und sich mit größter Heftigkeit äußerte. Infolgedessen waren die Banken nicht in der Lage, ihre Kursinterventionstätigkeit in genügendem Maße durchzuführen. Die vorhandenen Mittel reichten nicht aus und außerdem war nicht sicher vorauszusehen, wie lange dieser Zustand dauern würde. Die anderen festverzinslichen Papiere hatten Kurseinbußen zu verzeichnen, die diejenigen der Pfandbriefe meist noch überstiegen. Diese plötzliche Flucht aus diesen Werten war begründet durch die Verteilung des Besitzes derselben. Namentlich die Pfandbriefe befanden sich zum großen Teil in den Händen des Mittelstandes, der Bauern usw. Diese Kreise haben aber meist kein Verständnis für Depotlegung der Papiere und wollen mit dem Finanzamt nichts oder möglichst wenig zu tun haben. Infolgedessen sah sich ein großer Teil dieser Pfandbriefbesitzer veranlaßt, den Besitz dieser Werte aufzugeben und dieselben zu verkaufen[5]), trotzdem sich gewichtige Stimmen aus ihren eigenen Reihen gegen diesen Schritt wandten. Das Massenangebot an festverzinslichen Wertpapieren führte zu den erwähnten starken Kursabschwächungen; die angebotenen Papiere konnten auf dem Markte nur schwer Aufnahme finden.

Nach kurzer Zeit nahmen jedoch diese Verkäufe ein Ende und die Verschlechterung der Pfandbriefkurse (ebenso wie auch der übrigen festverzinslichen Papiere) setzte sich nicht weiter fort. Vielmehr konnte sich das Kursniveau schon bald wieder erholen und einen besseren Stand einnehmen. Die vorherige Kurshöhe konnte allerdings vorerst nicht wieder erreicht werden. Aber noch in den folgenden Jahren wirkte diese Verordnung vom 24. Oktober 1919 auf den Pfandbriefmarkt in ungünstigem

[4]) W. Auler „Das Pfandbriefgeschäft als Kapitalquelle der deutschen Hypothekenbanken“ (S. 35).

[5]) Frkft. Ztg. Nr. 154 vom 27. 2. 1920 und Gesch.-Ber. der Bay. Hyp.- und W.-Bank 1919 (S. 10).

Sinne ein und verringerte die Nachfrage aus den Kreisen, die für die Daueranlage besonders wertvoll gewesen waren (Mittelstand, Landwirtschaft).

2. Die Entwicklung in den Jahren 1920 bis 1923, der Zeit der starken Entwertung der deutschen Mark.

Das Jahr 1920.

Im Jahre 1920 war die Geschäftstätigkeit an den deutschen Börsen außerordentlich rege. Der Grund ist die fortwährende Verschlechterung der deutschen Währung. Die Besitzer von deutschem Gelde suchten dieses so anzulegen, daß es gegen die Entwertung möglichst geschützt war. Während des ganzen Jahres zeigte sich eine lebhafte Kauflust für Aktien, die durch die Konjunktur der Industrie noch gefördert wurde. Durch die infolge des Unterschiedes zwischen dem Innen- und Außenwert der deutschen Mark gegebene indirekte Ausfuhrprämie bot sich der Industrie eine gute Beschäftigung, besonders für das Ausland. Man konnte also für das in diesen Papieren angelegte Kapital eine angemessene Verzinsung wohl erwarten. Man wußte auch, daß alle diese Gesellschaften Sachwertbesitz hatten, der der Geldentwertung nicht unterworfen war. An dem regeren Börsenverkehr beteiligten sich immer weitere Kreise des deutschen Volkes. Das bedeutet, daß der Aktienerwerb nicht als Spekulation anzusehen war, sondern als Mittel, um der Entwertung der Mark zu entgehen[6]).

Manchen Kapitalisten war der Erwerb von Aktien aus irgend einem Grunde nicht erwünscht; entweder sie hatten eine persönliche Abneigung dagegen (wie es besonders in den Kreisen der alten Pfandbriefbesitzer der Fall war), oder es hielt sie eine gesetzliche Bindung ab (z. B. Verwalter von Mündelgeldern, Stiftungen usw.). Diese suchten nach anderen Werten, in denen sie ihr Kapital gut verzinslich und sicher anlegen konnten. Sie wandten sich besonders dem Pfandbriefmarkt zu, sofern sie nicht durch die Depotzwangverordnung abgehalten wurden und das Geld lieber bar liegen ließen. Es war wiederum die reale Sicherheit, die viel Kapital auf diesen Markt ziehen konnte. Der Pfandbrief wurde damals immer noch als eines der sichersten Papiere angesehen, da seine Spezialdeckung in Grund und Boden besteht[7]). Es ergab sich in den ersten Monaten des Jahres 1920 eine sehr lebhafte Nachfrage nach Pfandbriefen, die zu starken Kurssteigerungen Anlaß gab; so besserten sich die Kurse der 4%igen Pfandbriefe von durchschnittlich 99—100% Ende 1919 auf 105—109% im Februar 1920. Die Hypothekenbanken waren jedoch zum großen Teil nicht in der Lage, dieser Nachfrage zu entsprechen, weil sie nicht genügend Hypotheken unterbrachten. Dieses Moment ist für die großen Kurssteigerungen mitbegründend gewesen. Der Mangel an Angebot führte zu einem beträchtlichen Abwandern namhafter Kapitalbeträge auf andere Marktgebiete. Den größten Nutzen aus der Pfandbriefknappheit zogen

[6]) Auch Beteiligung des Auslandes machte sich bemerkbar. Frkft. Ztg. vom 21. 2. 20 Nr. 140.

[7]) Nach dem H. B. Ges. haftet für die Sicherheit der Pfandbriefe das Gesamtvermögen der emittierenden Bank, insbesondere aber haften die zu Gunsten der Bank eingetragenen Hypotheken, die im Hypothekenregister der Bank aufgenommen sind.

wohl die deutschen Stadtanleihen und Industrie-Obligationen, die in größeren Posten neu emittiert wurden. Sie boten meist bei der Emission verlockende Bedingungen (hohe Verzinsung, dabei niedere Ausgabekurse gegenüber den Kursen bereits umlaufender Werte). Da die älteren Serien zum Teil ganz außerordentlich hohe Kurse aufwiesen[8]), glaubte man eine Gewinnchance zu haben, wenn man solche Neuemissionen erwarb. Es wurde eine Anpassung an die Kurse der alten Serien erhofft. Diese Erwägungen zogen viel Kapital auf diese Effekten ab.

Reichs- und Staatsanleihen dagegen erfreuten sich keines besonderen Zuspruches und blieben diesen Werten gegenüber stark vernachlässigt.

Im Zusammenhange mit der im März 1920 eingetretenen (allerdings nur vorübergehenden) Verbesserung der deutschen Mark in der Bewertung begann die Geldfülle etwas abzunehmen. Damit entfiel der Hauptgrund für die bisherige lebhafte Börsentätigkeit dieses Jahres. Es ergab sich eine flaue Stimmung, die zu einem raschen Abbau der Kurse führte. Dieser wirkte bei den Aktienkursen am stärksten und auch die hochgetriebenen Kurse der Stadtanleihen wurden stark in Mitleidenschaft gezogen[9]). Dagegen waren die Ermäßigungen der Pfandbriefkurse viel geringer. Die im Februar erreichten Höchstkurse wurden schrittweise herabgesetzt. Bis zum Juni 1920 betrugen die Ermäßigungen gegenüber den Höchstkursen erst etwa 3—5%. Auch diese Kurse waren noch ganz wesentlich höher als die Jahres-Anfangskurse. Die Nachfrage nach Pfandbriefen blieb das ganze Jahr hindurch sehr rege; die Kurse konnten auf ihrer Höhe gehalten werden. Die Ende des Jahres auftretende weitere Verschlechterung der Mark führte (ähnlich wie bei den Aktien) zu Steigerungen der Kurse. Diese kamen an die Höchstkurse des Monats Februar nahe heran. Da die Devisenkurse weiterhin andauernd feste Tendenz zeigten, und die Lage des Geldmarktes wieder sehr flüssig geworden war, konnten sich die erreichten hohen Kurse bis zum Ende des Jahres 1920 fast überall voll behaupten. Allerdings konnte auch in dieser Zeit der Nachfrage nach den Pfandbriefen seitens des Anlage suchenden Kapitals wieder nicht in genügendem Maße entsprochen werden. Anträge auf Hypothekengewährung gingen zwar von Seiten des städtischen Grundbesitzes reichlich ein, waren aber meist nicht geeignet. Die Landwirtschaft stellte fast keine Anforderungen. Hierdurch waren die Hypothekenbanken gezwungen, sich in der Ausgabe von Pfandbriefen entsprechend zu beschränken[10]). Da infolgedessen der Nachfrage oftmals nicht entsprochen werden konnte, waren die Steigerungen der Kurse durch dieses Moment wesentlich beeinflußt. Wie bemerkt, konnte sich der hohe Kursstand der Pfandbriefe bis zum Ende des Jahres 1920 fast durchwegs halten. Auch die übrigen Effektenmärkte beschlossen das Jahr in fester Haltung.

Das Jahr 1921.

Anfangs 1921 nahm die günstige Börsenlage des Vorjahres zunächst ihren Fortgang. Bereits Mitte Januar zeigten sich aber Schwankungen, die bald zu starken Verlusten führten. Es herrschte dann durch das ganze

[8]) z. B. 4%ige Frankfurter Stadtanleihe am 23. 2. 20: 185%.

[9]) Frkft. Ztg. Nr. 288 vom 20. 4. 20 und Nr. 383 vom 27. 5. 20.

[10]) Gesch.-Ber. der Bayerischen Handelsbank 1920 (S. 8) und der Bay. Landwirthschaftsbank 1920 (S. 4).

erste Vierteljahr hindurch eine außerordentliche Geschäftsstille und -unlust. Auch von der Devisenseite kam keine Anregung für die Börse, da sich die Devisenkurse trotz der ungünstigen politischen Lage nicht nennenswert erhöhten.

Auf dem Markte der Festverzinslichen gab es nach den ersten stärkeren Kursschwankungen nur wenige Kursveränderungen, auch wenn die Umsätze größeren Umfang erreichten[11]). Die Pfandbriefe, nach denen im Vorjahre so starke Kauflust bestanden hatte, wurden Mitte Januar im Zusammenhang mit der allgemeinen Geschäftsunlust vollständig vernachlässigt; die Kurse mußten ziemlich nachgeben. Der Kursstand der prominenten Pfandbriefe ermäßigte sich rasch um einige Prozent, um dann allerdings einen Teil dieser Verluste wieder zurückzugewinnen. Hierin ist der Einfluß der Kursstützungspolitik der Banken deutlich zu erkennen. Kurse von 104—106% können auf die Dauer bei einer derartigen Börsenlage nicht gehalten werden; deshalb wurden sie bald ermäßigt und dann auf dem neuen Niveau allerdings sehr stark gestützt.

Die Nachfrage nach Pfandbriefen blieb das ganze Jahr 1921 hindurch äußerst schwach und die Banken sahen sich genötigt, die Kurse nach und nach immer mehr zu ermäßigen. Der Absatz ging sehr ruhig, ja schleppend vor sich; es zeigten sich bei den Banken auch starke Rückflüsse von erst kurz abgenommenen Pfandbriefen[12]). Diese Tatsache zeigt, daß die starke Nachfrage des Jahres 1920 nicht nur aus den Kreisen der Sparer kam, sondern daß auch nur vorübergehend verfügbare Kapitalien Anlage in diesen Papieren gesucht hatten. Bei der Geldknappheit des Jahres 1921 mußten diese Bestände wieder realisiert werden. Das auf diese Weise erscheinende Angebot übte im Verein mit dem Nachlassen der Nachfrage einen starken Kursdruck aus. Die Banken wurden hierdurch zur Ermäßigung der Pfandbriefkurse gezwungen, da sie sonst zu den hohen Kursen bedeutende Posten hätten übernehmen müssen. Ein Nichtaufnehmen dieser Posten hätte wohl einen noch tieferen Sturz der Kurse herbeigeführt. Dieser mußte aber gerade in einer Zeit des schwachen Absatzes vermieden werden, wenn nicht die vorhandene, an sich geringe Nachfrage vollends abgeschreckt werden sollte. Während des ganzen ersten Halbjahres 1921 zeigten die Pfandbriefkurse eine langsam weichende Tendenz. Im Juni waren die Kurse erreicht, die in früheren Jahren als normal anzusehen waren (durchschnittlich 100—101% für die 4%igen Pfandbriefe). Auf diesem Stande wurden die Kurse dann während des ganzen weiteren Jahres 1921 gehalten, trotzdem sich auch im dritten Vierteljahr keine Belebung des Absatzes einstellte.

Die mangelnde Nachfrage in den ersten drei Vierteljahren (mit Ausnahme der beiden ersten Januarwochen) ist auf verschiedene Ursachen zurückzuführen. Die Mittel des Geldmarktes wurden durch den Aktienmarkt fast vollständig in Anspruch genommen, so daß für den Pfandbriefmarkt keine Mittel von dieser Seite frei wurden. Weite Kreise waren durch die nunmehr schon stark in Erscheinung getretene Geldentwertung nicht mehr in der Lage, Ersparnisse zu machen. Der Depotzwang wirkte weiter in ungünstigem Sinne ein[13]). Die verarmten Rentnerkreise sahen

[11]) Börsenberichte der Bay. Hyp.- und W.-Bank für das 1. Vierteljahr 1921.

[12]) W. Auler „Das Pfandbriefgeschäft als Kapitalquelle".

[13]) Versch. Gesch.-Ber., z. B. Gemeinschaftsgruppe (S. 9), Südd. Bodenkreditbank (S. 7) und andere.

sich vielfach veranlaßt, ihre Wertpapiere zu verkaufen, um das Geld anderweitig zu verwenden[14]). Denn die Pfandbriefzinsen (wie auch die der übrigen Festverzinslichen) konnten nur noch bei sehr großen Kapitalbeträgen zur Lebenshaltung ausreichen. Alle diese Umstände wirkten zusammen, um einerseits die Nachfrage einzudämmen, andererseits aber Angebot an den Markt zu bringen. Es gab von Seiten der Industrie ein großes Angebot an jungen Aktien und Obligationen. Die ersteren wurden gerne gekauft, weil sie billig waren und Gewinnaussichten zeigten. Letztere boten infolge des Sachwertbesitzes der Gesellschaften gute Sicherheiten und eine hohe Verzinsung.

Auf dem Markte der Staatspapiere zeigte sich eine starke Bevorzugung der 3%igen Reichsanleihe, die allen anderen Reichs- und Staatsanleihen vorgezogen wurde. Dieses starke Interesse wurde namentlich durch Käufe aus England, Amerika und Holland hervorgerufen und war veranlaßt durch die Notierung dieser Anleihe an ausländischen Börsen[15]). Auch die anderen Staatsanleihen konnten ihre Kurse verbessern, aber nur in viel geringerem Maße. Bei diesen Werten wurde schon bei geringen Kurssteigerungen ein starkes Angebot aus Rentnerkreisen hervorgerufen, das dann kursdrückend wirkte.

Die Aktienkurse zeigten besonders von Juni 1921 ab die Tendenz, sich den Bewegungen des Devisenmarktes vollständig anzupassen. Die Geldmarktlage war wieder flüssig geworden und erleichterte dadurch die Kurssteigerungen auf diesem Markte. (Die flüssige Geldmarktlage rührte in erster Linie her von der immer größere Maße annehmenden Notenausgabe des Reiches, das nur auf diese Weise das fortwährende Defizit decken zu können glaubte.) Die Rentabilität der Kapitalsanlage wurde nunmehr vollständig außer Acht gelassen. Man achtete überhaupt nur noch auf die Erhaltung des Kapitalwertes angesichts der immer stärkeren Geldentwertung.

Diese Lage beherrschte die Monate Juni bis September 1921. Von den Festverzinslichen wurden in die Börsentätigkeit fast nur die Staatspapiere einbezogen, während die Pfandbriefe vollständig vernachlässigt wurden. Auch in Zeiten, in denen die Staatspapiere größere Umsätze aufwiesen, konnten die Hypothekenbankpfandbriefe nicht aus ihrer Ruhe gebracht werden.

Erst gegen Ende Oktober 1921 zeigte sich ein Umschwung. Plötzlich entstand eine sehr lebhafte Nachfrage nach allen festverzinslichen Werten; besonders konnte wieder die 3%ige Reichsanleihe Nutzen ziehen[16]): der Kurs derselben konnte weit über Pari steigen, was bei Staatsanleihen ein seltener Fall ist (Kurs in Berlin am 14. November 1921: 110%!), insbesondere bei einem Staat, dessen politische Lage so ungünstig ist, wie es die des deutschen Reiches um diese ganze Zeit war. Auch die bis dahin so vernachlässigten Pfandbriefe fanden nunmehr wieder einen aufnahmefreudigen Markt. Es setzte eine starke Nachfrage ein, welche die Kurse schon in den ersten Tagen des Monats November 1921 außerordentlich in die Höhe schnellte. Fast jeden Tag wurden Kurserhöhungen von 1% und darüber vorgenommen. Diese merkwürdige Bewegung war eingeleitet

[14]) Börsenbericht der Bay. Hyp.- und W.-Bank vom Juni 1921.
[15]) Frkft. Ztg. Nr. 362 vom 19. 5. 21 und Nr. 411 vom 3. 6. 22.
[16]) Börsenbericht der B. Hyp.- und W.-Bank Oktober 1921.

worden durch große Aufträge des Auslandes[17]). Da die Papiere infolge ihres niederen Kursstandes gegen Hingabe von nur wenig Geld in fremder Währung erworben werden konnten, war es nicht erstaunlich, daß das Ausland die Gelegenheit benützte, um solche Werte einzukaufen. In erster Linie war es aber ein anderer Grund, der die großen Kurssteigerungen der Festverzinslichen, insbesondere der Pfandbriefe hervorrief. Die berufsmäßige Spekulation begann nämlich Ende Oktober und Anfang November 1921 ihre Engagements abzubauen in der Voraussicht, daß die damalige Börsenlage nicht mehr lange anhalten könne, nachdem sie Monate hindurch bestanden hatte[18]). Da die Bestände hierbei nicht eilig aufgegeben wurden, veranlaßten diese Abgaben keinen Kursdruck; vielmehr wurden infolge der planlos aus dem Publikum einlaufenden Kaufaufträge die Kurse trotzdem noch erhöht. Die aus solchen Realisationen erzielten großen Geldsummen wurden zum großen Teil in festverzinslichen Werten angelegt[19]), und zwar aus verschiedenen Gründen. Die Festverzinslichen hatten den kolossalen Aufstieg der Aktienkurse nicht mitgemacht; ihr Kursniveau hatte sich nur ganz geringfügig erhoben. Somit war nicht zu erwarten, daß bei den befürchteten Rückschlägen die Wirkung bei diesen Papieren so stark sein würde wie bei den Aktien. (Woher die Großspekulation den Umschwung vorausgesehen hat, läßt sich nicht feststellen; vielleicht wurde auch durch diese Glattstellungsmanöver der Boden für die folgenden Kursstürze vorbereitet.) Durch den Kauf der festverzinslichen Papiere wollte man sich vor Verlusten schützen. Besonders bevorzugt waren die Hypothekenpfandbriefe. Sie boten unter den Festverzinslichen die meisten Sicherheiten wegen ihrer realen Deckung. Diese Sicherung der Pfandbriefe durch Hypotheken ist tatsächlich in normalen Zeiten wohl als ideal zu bezeichnen. Aber in jener Zeit der Geldentwertung wurde immer wieder übersehen, daß sich diese Sicherstellung nur auf den Nominalwert bezieht. Denn die Hypotheken sind eingetragen als Markbelastungen auf den betreffenden Grundstücken. Infolge der Geldentwertung und der dadurch gestiegenen Grundstückspreise mußten bei einem etwaigen Zwangsverkauf jetzt die Hypotheken viel leichter ausgeboten werden als früher, so daß die Deckung jetzt noch größere Sicherheit bot. Aber auch diese größere Sicherheit bezog sich nur auf den Mark-(Papiermark-)wert der Pfandbriefe. Die in Mark eingetragenen Hypotheken sicherten die auf Mark lautenden Pfandbriefe. Eine Sicherung des Geldwertes war aber hiermit nicht verbunden. Mit der Entwertung der deutschen Mark machten sowohl die Hypotheken als auch die Pfandbriefe die gleiche Entwertung mit. Einen sogenannten „Goldwert" (wie er bei den Aktien vielfach errechnet wurde), konnte man hier nicht aufstellen, denn die in Frage kommenden Verträge lauteten auf Mark. Die Mark war aber damals schon stark entwertet, infolgedessen waren es auch die Pfandbriefe. Zum Teil zeichnete sich diese Erwägung ja in den Börsenkursen ab, die ihren Kursstand auch in dieser Zeit nicht wesentlich über den Parikurs erheben konnten. Denn wenn auch einzelne Papiere im November 1921 Kurse von 140% erreichten, so bedeutet das gegenüber einer 50fachen Geldentwer-

[17]) Frkft. Ztg. Nr. 867 vom 22. 11. 21.

[18]) Gesch.-Ber. der Gemeinschaftsgruppe für 1921 (S. 8).

[19]) Frkft. Ztg. Nr. 135 vom 19. 2. 22 und fast sämtliche Hypothekenbanken-Gesch.-Ber.

tung wenig oder gar nichts. (Bei einem Dollarstand von ca. 200.— Mk. pro Dollar). Diese Tatsache wurde aber im Jahre 1921 offenbar noch nicht allgemein erkannt. Denn einige Hypothekenbanken schreiben in ihren Geschäftsberichten für dieses Jahr, daß (zum Beispiel) „sich die Pfandbriefe dank ihrer vorzüglichen Sicherheit die Beliebtheit als Papier zu Anlagezwecken trotz des Abwanderns vieler Kapitalien vom Rentenmarkte zum Aktienmarkte erhalten haben“[20]). Sie scheinen aber dabei nur auf die Sicherstellung der Markbeträge zu sehen. Selbstverständlich durfte diese auch damals nicht aus dem Auge gelassen werden. Das Wichtigste mußte aber die Sicherung gegen die drohende Geldentwertung sein, die aber nach dem Gesagten beim Pfandbrief nicht gegeben war. — Der Begriff der „wertbeständigen Anleihe“ war im Jahre 1921 zwar schon vorhanden, jedoch war ein praktischer Fall noch nicht zu verzeichnen. Vorerst war also auf den Effektenmärkten tatsächlich nur die Anlage in Aktien als einigermaßen wertbeständig anzusehen.

Trotz der erwähnten Bedenken suchten im Herbst 1921 viele Gelder Anlage in Pfandbriefen (besonders aus Gewinnrealisationen aus Aktien, siehe Seite 657). Hierdurch wurden Kurse erreicht, die für Pfandbriefe in dieser Höhe ganz neu waren. Allerdings sind angesichts der Geldentwertung auch diese Kurse als recht nieder zu bezeichnen (wie oben bemerkt), besonders im Verhältnis zu den Devisen- und Aktienkursen. Andererseits ist aber dieser relativ niedere Kursstand durch die Nicht-Wertbeständigkeit der Pfandbriefe erklärt und gerechtfertigt. Die Nachfrage nahm zu dieser Zeit ganz außergewöhnliche Dimensionen an, so daß sich die meisten Hypothekenbanken außerstande sahen, ihr gerecht zu werden. Die Abgaben von Seiten alter Pfandbriefbesitzer mehrten sich zwar wegen des scheinbaren Kursgewinnes etwas[21]), aber trotzdem konnte die Nachfrage nicht befriedigt werden.

Ende November 1921 gaben tatsächlich die Devisenkurse stark nach (wie die Börsenspekulation angenommen hatte), ohne daß aber ein ausreichender Grund dafür vorhanden war. Die Folge war am 1. Dezember 1921 ein außerordentlich heftiger Rückschlag der Effektenkurse. Diese hatten sich in ihrer Höhe nur auf die Devisenkurse gestützt[22]). Da diese nunmehr gefallen waren, griff eine weitgehende Ernüchterung Platz, die ein drängendes, großes Angebot verursachte. Die schwache Haltung der Börsen hielt noch einige Zeit an, wobei auch Exekutionsverkäufe mitspielten. Die Bewegung dieses „schwarzen Donnerstags“ ergriff nicht nur die Aktien, sondern alle Marktgebiete. Unter den Festverzinslichen hatten die Reichsanleihen sofort die größten Verluste zu verzeichnen, während die Hypothekenpfandbriefe Schritt für Schritt von ihrem hohen Niveau herabsanken. Eine Interventionstätigkeit der Banken zur Stützung der hohen Kurse kam nicht in Betracht. Denn auch die Kurse der Hypothekenpfandbriefe müssen der Marktlage angepaßt sein. Außerdem waren die Kurse offensichtlich durch rein spekulative Nachfrage so hoch getrieben worden, daß eine Stützungstätigkeit nur mißbraucht worden wäre.

---

[20]) Geschäftsbericht der Bayerischen Hypotheken- und Wechsel-Bank für 1921 (S. 8; wörtlich!).

[21]) Frkft. Ztg. Nr. 867 vom 22. Nov. 1921.

[22]) Wirtschaftsbericht der Direction der Disconto-Gesellschaft für Dez. 1921.

Da auf dem Markte der Pfandbriefe die vorhergegangenen Steigerungen viel geringer gewesen waren als auf dem Aktienmarkte, erwiesen sich die Rückgänge viel geringer wie dort. Das plötzliche Nachlassen der Nachfrage und das starke Angebot ist als sicheres Zeichen dafür zu nehmen, daß die ganze Novembersteigerung nur durch spekulative Eingriffe erfolgt war. Dies hatte auch schon der stürmische Absatz an der Börse (nicht durch direkten Erwerb bei den Banken oder den Vertriebsstellen) gezeigt. Eine große Menge der erst vor kurzer Zeit verkauften Pfandbriefe floß nunmehr wieder an die Ausgabestellen zurück; die Nachfrage fiel wieder auf das äußerst geringe Maß, das während des ganzen Jahres vorherrschend gewesen war[23]).

Für die Hypothekenbanken brachte das Jahr 1921 (und noch viel mehr die folgenden Jahre) schon eine große Anzahl von vorzeitigen Hypothekenkündigungen und Rückzahlungen. Diese wurden zwar unter Hinweis auf die Geldentwertung abgelehnt; aber wenn die Rechtsvoraussetzungen gegeben waren, mußten die Banken die Rückzahlungen annehmen. Es lagen bereits Gerichtsentscheidungen vor, die einen Grund für die Ablehnung verneinten. Der Billigkeitsstandpunkt, daß die auf ein Hundertstel ihres Friedenswertes gesunkene Mark nicht als vollwertige Tilgung der einst in goldwertigem Gelde gegebenen Darlehen gelten könne, wurde nicht anerkannt. Für die Gerichte war ebenso wie für die Reichsregierung der Satz Mark = Mark maßgebend[24]). Für die Banken wurde dadurch eine unangenehme Lage geschaffen; der Hypothekenstock, auf Grund dessen die Pfandbriefe emittiert worden waren, wurde durch diese Rückzahlungen nicht unerheblich geschwächt[25]). Die Folge war, daß von den Banken Pfandbriefe gekündigt werden mußten, da die Deckung nicht mehr voll vorhanden war. Im Jahre 1921 erfolgten bei den meisten Hypothekenbanken noch keine Kündigungen von Pfandbriefen.

Die schlechte Lage des Pfandbriefabsatzes und die infolge der Geldentwertung gesteigerten Unkosten, denen eine Einnahmesteigerung in den meisten Fällen nur in beschränktem Umfange gegenübergestellt werden konnte, veranlaßte schon seit 1920 eine Konzentrationsbewegung im Hypothekenbankgewerbe[26]). Es bildeten sich verschiedene Gruppen mit verschiedenen Verfassungen; die vertraglichen Bindungen waren ganz verschieden. Meist handelte es sich um Interessengemeinschaften, da die Fusionen bei Hypothekenbanken aus rechtlichen Gründen (wegen der Spezialhaftung der Hypotheken für die ausgegebenen Pfandbriefe) Schwierigkeiten bereiten. Auf den Pfandbriefmarkt hatten diese Bewegungen keinen Einfluß. Sie bedeuteten zwar eine Stärkung der Banken und brachten damit eine Hebung der Haftfähigkeit derselben für die emittierten Pfandbriefe. Aber der Papiermarkwert der Pfandbriefe war zu dieser Zeit ohnehin schon so gering, daß sich diese Haftungsverstärkung nicht auswirkte.

Die vollständige Vernachlässigung des Pfandbriefmarktes während fast des ganzen Jahres 1921 läßt darauf schließen, daß sich in weiteren Kreisen die Überzeugung durchsetzte, daß der Pfandbrief kein wertbeständiges

[23]) Gesch.-Ber. der Gemeinschaftsgruppe 1921 (S. 8).
[24]) Frankf. Ztg. Nr. 31 vom 13. 1. 23.
[25]) Gesch.-Ber. der B. Hyp.- und W.-Bank für 1922 (S. 6).
[26]) Frankf. Ztg. Nr. 204 vom 18. 3. 21 und Nr. 402 vom 2. 6. 21.

Papier war. Die kurze Unterbrechung im November hatte ihren Zweck, die Schützung vor starken Rückschlägen auf dem Aktienmarkte, wohl erreicht.

Das Jahr 1922.

Die wirtschaftliche Lage des deutschen Reiches zu Anfang 1922 war unübersichtlich und ungeklärt. Die beschlossenen Steuererhöhungen und die Einführung der Zwangsanleihe übten einen verstimmenden Einfluß aus. Die Besitzer von Anlage suchendem Kapital waren besonders im Erwerb von Industriewerten sehr zurückhaltend; denn es war zu befürchten, daß die Lage der Industrie infolge der neuen schweren Steuerlasten sich weiter verschlechtern würde. Auch eine wesentliche Verringerung der Weltmarktfähigkeit war hierdurch zu erwarten. Aber auch das Angebot war nicht übermäßig. Die meisten Aktienbesitzer hatten die Papiere noch zu den hohen Kursen vom Ende des Vorjahres (bis November) in der Hand und scheuten sich, dieselben bei dem gedrückten Kursstand abzugeben. An dieser flauen Börsenlage konnte auch der noch flüssige Geldmarkt nichts ändern[27]).

Der gesamte Markt der festverzinslichen Werte zeigte der allgemeinen Lage entsprechend ebenfalls ein äußerst zurückhaltendes Bild. Nur für deutsche Staatstitel zeigte sich vorübergehend infolge von Auslandskäufen Interesse[28]). Die Beteiligung des Auslandes am deutschen Börsengeschäfte war zu jener Zeit an sich ziemlich groß, da durch die schlechte Bewertung der deutschen Währung für Ausländer die Möglichkeit eines sehr billigen Einkaufes geboten war. Diese Auslandsbeteiligungen bildeten einen Hauptgrund für die flüssige Geldmarktlage. Die Nachfrage richtete sich fast nur auf die Staatspapiere; für die anderen Marktgebiete bestand gar keine oder nur ganz geringfügige Kauflust. Die Kurse waren ziemlich gleichbleibend und neigten teilweise etwas zur Abschwächung. Besonders die Pfandbriefe der Hypothekenbanken (und auch diejenigen der öffentlichrechtlichen Realkreditinstitute usw.) waren wieder ganz vernachlässigt; die Kurse mußten öfters ermäßigt werden. Nur im Januar und Februar 1922 erhielt sich noch eine geringe Widerstandsfähigkeit; dann aber wurden die Kurse ganz ähnlich wie im Vorjahre schrittweise zurückgesetzt. Der Durchschnitt der 4%igen Pfandbriefkurse sank von etwa 103% im Januar auf 100% und noch darunter im Oktober. Diese Abwärtsbewegung verteilte sich ziemlich gleichmäßig über das ganze Jahr 1922, ohne daß eine, wenn auch geringe, Unterbrechung ersichtlich war. Der Absatz der Pfandbriefe gestaltete sich wie im Jahre 1921 auch 1922 sehr schleppend, was ja auch in den ständig abbröckelnden Kursen zum Ausdruck kommt. Die Börsenereignisse des Jahres 1921 hatten in alle beteiligten Kreise eine gewisse Gewinnsucht getragen; es bestand für Anlage in festverzinslichen Werten fast gar kein Interesse, da die Gewinnaussichten hier viel geringer waren als bei den Aktien[29]). Außerdem machte sich die Furcht vor der Entwertung dieser Papiere nunmehr deutlich bemerkbar, da man den Einfluß der Geldentwertung auf alle auf reine Mark gestellten Schuldtitel

[27]) Wirtschaftsbericht der Disconto-Gesellschaft und Börsenber. der Bay. Hyp.- und W.-Bank je Januar 1922.

[28]) Börsenberichte der Bay. Hyp.- und W.-Bank für Februar und März 1922.

[29]) Gesch.-Ber. der Gemeinschaftsgruppe 1922 (S. 6).

besser erkennen lernte. Die früher für den Pfandbrieferwerb hauptsächlich in Betracht kommenden Kreise waren durch die Währungsverschlechterung und ihre Folgen ausgeschaltet und andere Käuferschichten waren in dieser Zeit naturgemäß nicht zu gewinnen.

Im weiteren Verlaufe des Jahres 1922 verknappte sich der Geldmarkt immer mehr, wodurch der Börsenverkehr auch äußerlich wesentlich beengt wurde. Durch die neuerlichen Devisensteigerungen war der Notenumlauf wieder beträchtlich angewachsen, da das Reich sich nicht anders zu helfen wußte. Infolge des sinkenden Geldwertes machte sich wieder eine allgemeine Flucht in die Sachwerte bemerkbar. Von dieser Tendenz konnten die Industrieaktien am meisten gewinnen. Durch die für diese Börsentransaktionen benötigten Geldmittel, zu denen sich dann noch die Eindeckung der Industrie mit den teueren Devisen gesellte, wurde die genannte Verknappung des Geldmarktes verursacht. Die Industrie war wieder gut beschäftigt, da ihr die Verschlechterung der deutschen Mark eine gute Auslandsbeschäftigung brachte[30]). Auch hierdurch wurden Mittel beansprucht. So blieb trotz der sehr hoch gestiegenen Zinssätze die schwierige Geldmarktlage unverändert.

Angesichts der sehr festen Haltung des Aktienmarktes im Sommer und Herbst 1922 ist die dauernd stagnierende Verfassung des Pfandbriefmarktes besonders merkwürdig. Dieses Marktgebiet wurde überhaupt nicht beachtet und die Kurse konnten sich nie bessern; sie wurden vielmehr im Laufe des Jahres nach und nach immer mehr ermäßigt. Es hatte sich doch schon die Erkenntnis durchgesetzt, daß der Pfandbrief kein wertbeständiges Papier war und daß sich seine Deckung nur auf den Nominalwert bezog.

Eine Neuerscheinung des Jahres 1922 waren die sog. „wertbeständigen Anleihen". Diese tauchten gegen Ende des Jahres in größerer Zahl auf und konnten den Rentenmarkt bald vollständig beherrschen. Es handelte sich um Schuldverschreibungen der verschiedensten Kreditnehmer. Sie lauteten mit ihrem Nominalwerte aber nicht auf Mark, sondern auf andere Einheiten (Kohle, Weizen, Kali, Roggen usw.). Diese sind ihrerseits natürlich verschiedenen Einflüssen unterworfen, welche sich dann auch auf die Anleihen übertragen. Auf diese Weise unterliegen diese Schuldtitel einer doppelten Beeinflussung; auf sie wirkt der Kapitalmarkt und außerdem noch die Marktlage ihres „Patenproduktes" ein[31]). Von einer absoluten Wertbeständigkeit ist also nicht zu sprechen. Immerhin ist aber zuzugeben, daß diese Papiere der Geldentwertung in keinem Falle so ausgesetzt waren wie die reinen Papiermark-Anleihen. Der Absatz gestaltete sich für diese Neuerscheinungen recht gut, denn es schien hier Gelegenheit gegeben, Geld ohne Geldentwertungsgefahr verzinslich anlegen zu können.

Die Ausgabe von wertbeständigen Pfandbriefen war zu dieser Zeit nicht möglich. Denn das Hypothekenbankgesetz verlangt die Deckung der emittierten Pfandbriefe in Hypotheken. Letztere konnten aber nach dem damals noch geltenden Recht nur in Reichswährung eingetragen werden. Einen Ausweg in dieser Hinsicht bildete die im Herbst 1922 erfolgte Gründung der Roggenrentenbank[32]). Diese Anstalt konnte der

[30]) Wirtschaftsberichte der Discontogesellschaft April, Mai, Juni 1922.
[31]) Frankft. Ztg. Nr. 856 vom 29. 11. 22.
[32]) Frankft. Ztg. Nr. 697 vom 1. 10. 22.

Landwirtschaft Darlehen auf Roggenbasis zur Verfügung stellen, wogegen im Grundbuche Reallasten eingetragen wurden. Die Umrechnung dieser Darlehen in die Reichswährung bei der Auszahlung und bei der Feststellung der Zinsbeträge wurde nach dem amtlichen Berliner Roggenpreis vorgenommen. Auf Grund dieser Darlehen konnte die Bank auf Roggen lautende Schuldverschreibungen herausgeben. Es handelte sich also um denselben Geschäftsgang wie bei den Hypothekenbanken, nur daß die Hypotheken durch Reallasten und die Pfandbriefe durch Roggenrentenbriefe ersetzt waren. Da für die Beleihung nur landwirtschaftliche Objekte in Frage kamen und die Höchstgrenze ziemlich niedrig bemessen wurde, war die Gefahr einer Zahlungsunfähigkeit der Schuldner in dieser „Währung" gemildert; denn die Einnahmen des Landwirtes bestehen wenigstens zum Teil im Erlös aus dem Verkaufe von Roggen, so daß die Zahlungen dann geleistet werden können. Durch die Entwicklung des Roggenpreises in den Jahren 1925 bis 1927 ergaben sich dann allerdings Schwierigkeiten. Die starken Preissteigerungen des Roggens legte den Schuldnern ganz gewaltige Schuldenlasten auf; diese standen in keinem Verhältnis mehr zu dem seinerzeit erhaltenen Darlehenswert (auch in Goldmark gerechnet).

Die Schuldverschreibungen des Institutes erfreuten sich eines lebhaften Absatzes und konnten im Kurse dem Preise des Roggens ziemlich gleich bleiben. In Zeiten besonders starker Markentwertung überschritten die Roggenrentenbriefe wiederholt den Kurs des Roggens selbst[33]).

Durch das im Juni 1923 erlassene Gesetz über die wertbeständigen Hypotheken wurden die Hypothekenbanken in die Lage versetzt, auch ihrerseits wertbeständige Hypotheken auszugeben und wertbeständige Pfandbriefe zu emittieren. Von diesem Zeitpunkte an verlor die Roggenrentenbank ihre Monopolstellung auf diesem Gebiete.

Ganz ähnlich wie im Vorjahre begann auch im Jahre 1922 anfangs November eine sehr starke Nachfrage nach festverzinslichen Papieren einzusetzen (nach Papiermark-Werten). Sogar die 5%ige Reichsanleihe konnte sich vorübergehend verbessern. Diese starke Nachfrage machte sich auf dem Markte der Pfandbriefe ebenfalls bemerkbar. Den Hauptgrund für diese plötzliche Nachfrage bildeten die Kaufaufträge von ausländischer Seite[34]). Eine weitere Ursache für diese Tendenz bildete der bereits Mitte des Jahres 1922 aufgetauchte Gedanke der Aufwertung. Dieser war in der öffentlichen Meinung stark vertreten, wenn er auch noch keinerlei bestimmte Form angenommen hatte. Zwar wurden alle in dieser Sache an die Regierung gerichteten Anfragen, Anregungen usw. stets im gleichen, ungünstigen Sinne beantwortet[35]). Die Begründung lautete dahin, daß Mark = Mark sei und eine Aufgabe dieses Grundsatzes die deutsche Währung vernichten müsse. Hierbei ist aber zu betonen, daß praktisch die Mark längst nicht mehr gleich einer Mark war und dieses Argument nicht als stichhaltig anzusehen war. Allerdings ist ohne weiteres anzunehmen, daß eine Regelung der Aufwertungsfrage in jener Zeit der täglich fortschreitenden Geldentwertung nicht möglich war. Der Gedanke der Aufwertung hatte sich aber in der Öffentlichkeit festgesetzt und war nicht

[33]) von Bissing, „Die Sachwertpfandbriefe und der Kapitalmarkt" (S. 27). Dort auch Näheres über die Kursentwicklung der Roggenpfandbriefe überhaupt.

[34]) Frankft. Ztg. Nr. 785 vom 2. 11. 22.

[35]) Frkft. Ztg. Nr. 31 vom 13. 1. 23.

mehr zu beseitigen[36]). Er stützte sich vor allem auf den Billigkeitsstandpunkt, daß Vorkriegs-Goldwerte nicht durch Hingabe von tausendfach entwerteter Mark getilgt werden könnten.

Auf dem Pfandbriefmarkte zeigte sich der Einfluß dieser Gedanken in einer zeitweisen Höherbewertung der 3½%igen Pfandbriefe. Die meisten Hypothekenbanken hatten seit Kriegsbeginn nur noch 4%ige Werte emittiert, so daß die 3½%igen Pfandbriefe ohne weiteres als „Vorkriegswerte" angesehen werden konnten. (Im wörtlichen Sinne, nicht wie der Begriff im Zusammenhange mit der Aufwertungsgesetzgebung 1925 entstanden ist!) Infolgedessen richtete sich die Nachfrage besonders nach dieser Gattung. Das Angebot war jedoch ganz minimal; oftmals verging längere Zeit ohne jeden Umsatz. Dies ist auch sehr verständlich. Der Verkauf dieser Papiere bot gar keinen Anreiz, da die erzielten Beträge angesichts der Geldentwertung geradezu lächerlich waren. Andererseits gab die aufgetauchte Hoffnung auf eine spätere Aufwertung der Pfandbriefe Anlaß zum Festhalten der Pfandbriefe. Durch die inzwischen im Zusammenhange mit außerordentlichen Hypothekenrückzahlungen erfolgten Pfandbriefkündigungen[37]) waren auch die lieferbaren Stücke dieser Pfandbriefgattungen ziemlich dezimiert. (Gekündigte und verloste Stücke sind bekanntlich zur Lieferung auf Verkäufe und Käufe nicht zugelassen.) Auch diese Tatsache verschmälerte das Angebot.

Die Gefahr der Kündigung älterer Pfandbriefe zur Heimzahlung hatte im zweiten Halbjahr 1922 und noch mehr im Jahre 1923 eine Verstärkung erfahren durch die in immer größerem Maße erfolgenden Rückzahlungen von Hypotheken. Den Hypothekenschuldnern darf nach dem Hypothekenbankgesetz das Recht zur Rückzanlung nicht länger als höchstens zehn Jahre gesperrt werden (auch nicht bei Tilgungshypotheken). Auf diese Weise waren alle vor 1912 bezw. 1913 ausgegebenen Hypotheken jetzt kündbar. Von dieser Möglichkeit wurde von den Schuldnern in ausgiebigster Weise Gebrauch gemacht. Die Banken waren infolge der Stellungnahme der meisten Gerichte nicht in der Lage, diese Rückzahlungen abzulehnen[38]). Da aber hierdurch die Unterlage für die Pfandbriefe entzogen war, mußten auch diese aus dem Verkehr gezogen werden. Die Pfandbriefe wurden seitens der Hypothekenbanken serienweise gekündigt und zur Heimzahlung aufgerufen. Besonders wurden natürlich die alten Serien betroffen. Wenn die Möglichkeit gegeben war, versuchten die Banken, die Rückzahlung nur in Pfandbriefen des Ausgabejahres der Hypotheken anzunehmen. Insbesondere wurde dies verlangt bei Rückzahlung noch nicht fälliger Hypotheken. Hierbei wurde in den Jahren 1922 und 1923 teilweise mit Rücksicht auf die niederen Kurse und die Geldentwertung ein Mehrfaches vom Nominalbetrag der Hypotheken gefordert[39]). In vielen Fällen standen aber diesem Ausweg vertragliche Bestimmungen im Wege. Besonders wenn die Fälligkeit der Hypothek die Rückzahlung in

[36]) Gesch.-Ber. der Bay. Handelsbank 1923 (S. 6).

[37]) Gesch.-Ber. der Bay. Handelsbank 1922 (S. 6) und der Bay. Hyp.- und Wechsel-Bank 1922 (S. 6).

[38]) Noch im Oktober 1923 wurde die B. Hyp.- und W.-Bank von einem hohen Bayerischen Gericht verurteilt, die Rückzahlung einer Hypothek anzunehmen und die Löschung zu bewilligen (Gesch.-Ber. 1923 S. 6). (Beispiel.)

[39]) Gesch.-Ber. der Bay. Hyp.- und W.-Bank 1923 (S. 7).

Reichsmark zuließ. Die Rückzahlungen der Hypotheken in Pfandbriefen hatten den Vorteil, daß für diese Beträge keine Pfandbriefe mehr gekündigt werden mußten. Dieses Verlangen der Banken nach Rückzahlung in Pfandbriefen verursachte eine wesentliche Verstärkung der Nachfrage nach diesen Werten, die damit ihre Kurse nachhaltig verbessern konnten. Da infolge der Kündigungen viele Stücke nicht mehr börsenmäßig lieferbar waren, war der Erwerb bestimmter Arten von Pfandbriefen in dieser Zeit gar nicht einfach. Es dauerte oftmals lange Zeit, bis ein Auftrag ausgeführt wurde.

Das Jahr 1923.

Infolge der unsicheren und ungünstigen politischen Lage des deutschen Reiches zu Anfang des Jahres 1923 waren die ersten Börsen sehr unsicher. Bald traten Ereignisse ein, die für das ganze deutsche Wirtschaftsleben von schwerwiegender Bedeutung wurden und die auf den Markt der Wertpapiere in außerordentlicher Weise einwirkten. Gegen Mitte Januar erfolgte die Besetzung des Ruhrgebietes. Die Folge war eine rapide Steigerung der Devisenkurse, da die Abschnürung dieser wichtigen Gebiete auf die deutsche Wirtschaft sehr störend wirken mußte. Es gab wieder eine Periode der Flucht aus der Mark in die Sachwerte. Die Aktienkurse folgten trotz der ungünstigen Lage der Industrie vollständig den Devisenkursen. In Zeiten der Devisenstützungsaktionen der Reichsbank richteten sich die Kurse der Aktien nach der Parität der Auslandsnotierung der deutschen Mark, da die einheimischen Devisenkurse kein richtiges Bild der Währungslage ergaben. Von der Hausse wurden aber nicht nur Aktienwerte, sondern alle Gruppen von Wertpapieren ergriffen. Selbst die reinen Papiermarkanleihen konnten ihre Kurse stark erhöhen. Dies ist ein Zeichen dafür, daß in dieser Zeit der Besitz von deutschem Papiergeld als das Ungünstigste erkannt wurde.

Auch die Kurse der Hypothekenpfandbriefe nahmen an dieser Entwicklung voll Anteil. Teilweise wurden wieder die 3½%igen Werte bevorzugt, was sich in Übereinstimmung mit dem oben Gesagten erklärt. Bemerkenswert ist die ganz verschiedene Bewertung der Pfandbriefe der verschiedenen Institute. Während in normalen Zeiten und auch noch im Jahre 1922 die Kurse der Pfandbriefe bei den einzelnen Banken sich um meist nicht mehr als einige Prozent von einander entfernten, zeigten sich jetzt Unterschiede von 100 und noch mehr Prozent. Das erklärt sich aus der erwähnten Gepflogenheit mancher Banken, die Rückzahlungen der Hypotheken nur in Pfandbriefen anzunehmen. Manche Banken nahmen Rückzahlungen solcher nicht fälliger Hypotheken auch nicht in Form von Pfandbriefen an. Für die Papiere dieser Institute fiel die Nachfrage aus den Kreisen der Hypothekenschuldner fort. Hierdurch wurden die Kurse dieser Pfandbriefe im ungünstigen Sinne beeinflußt.

Schon seit 1921 war das Hauptgeschäft in Pfandbriefen von den Sparern auf die Spekulation abgewandert. Der Pfandbrief war zu einem Spekulationsobjekt geworden, wie andere Werte. Nur war bei ihm keinerlei Wertbeständigkeit gegeben, die bei den Aktien wenigstens einigermaßen vorhanden war. Dies erklärt die lang andauernde Teilnahmslosigkeit des Publikums und der Spekulation gegenüber dem Pfandbriefmarkte. Hierdurch ist aber auch der trotz der Steigerungen immer noch tiefe Kurs-

stand gegenüber anderen Werten begründet. Wenn auch im Februar 1923 die Kurse vieler Pfandbriefe auf 200% und darüber gestiegen waren, so bedeutete diese Steigerung gegenüber einer Geldentwertung von 1 : 5000 gar nichts. Sogar die Staatsanleihen hatten zu dieser Zeit schon Kurse von mehreren hundert Prozent inne (3%ige Bayern am 29. Januar 1923: 800%). Die im Januar 1923 erfolgte Aufhebung des Depotzwanggesetzes konnte auf die Börse gar keinen Einfluß ausüben. Die Erschütterung des Marktes der Festverzinslichen war seinerzeit verursacht worden durch die Scheu der Sparerkreise vor der Anmeldung der Papiere. Nunmehr war der Großteil der Pfandbriefe aus den Händen der Sparer und Rentner in den Besitz der Spekulation übergegangen. Die neuen Besitzer ließen sich durch das Depotzwanggesetz nicht beunruhigen. Übrigens stellten in dieser Zeit auch große Mengen von Pfandbriefen erst einen verschwindend geringen Vermögenswert dar.

Der anfangs des Jahres 1923 ziemlich flüssige Geldmarkt spitzte sich infolge der Verteuerung der Aktien und Devisen und aller Preise immer mehr zu. Mitte Februar begann die Reichsbank plötzlich, die Devisenkurse durch Abgaben unter Druck zu halten. Damit im Zusammenhange wurden die Kredite eingeschränkt[40]). Die Folge dieser Maßnahmen war eine förmliche Deroute an den Börsen. Die Kursstürze überschritten jedes Maß und führten vielfach zu Zwangsverkäufen; diese drückten die Kurse dann weiter. Auch die festverzinslichen Werte wurden von dieser Bewegung mitgerissen. Jedoch ist unverkennbar, daß auf diesem Markte die Rückgänge sich in viel ruhigeren Bahnen bewegten als auf dem Aktienmarkte. Die Kurse der Pfandbriefe hatten ja auch die Steigerungen der Vorzeit in weit geringerem Maße mitgemacht als die Aktienkurse. — Da die Aufwärtsbewegung bald wieder einsetzte, wirkte die ganze Angelegenheit später nur noch als Episode.

Anfangs 1923 zeigte sich eine merkwürdige Bewegung auf dem Markte der landschaftlichen Pfandbriefe. Diese konnten im Laufe des Januar 1923 ihren Kursstand in einem bedeutend stärkeren Maße erhöhen als die Hypothekenpfandbriefe. Der Grund hierfür liegt in den Rückzahlungsbestimmungen der Landschaften. Die Darlehen derselben können nämlich jederzeit durch Rückzahlung in Pfandbriefen getilgt werden. Bartilgung ist nur nach sechsmonatlicher Kündigung möglich. Von letzterer wurde auch nicht viel Gebrauch gemacht. Dagegen entschlossen sich viele Schuldner, den günstigen Zeitpunkt zu benützen und mit Pfandbriefen zurückzuzahlen. Dies verursachte eine sehr starke Nachfrage nach landschaftlichen Pfandbriefen, die durch den tiefen Kursstand derselben zu Anfang Januar natürlich noch begünstigt wurde. Der tiefere Grund für diese Rückzahlungen war dadurch gegeben, daß man eine „Auflage an alte Hypothekenschuldner befürchtete, von ihrem Sachwertgewinne einen Teil an die Gläubiger abzutreten" (Frankfurter Zeitung Nr. 68 vom 26. Jan. 1923). Da eine derartige Verfügung angestrebt wurde (allerdings auch in der Folgezeit nicht zu erreichen war), suchten sich die Darlehensschuldner möglichst schnell aus ihren Verpflichtungen zu lösen, um nicht doch noch belangt zu werden. Die Nachfrage nach den landschaftlichen Pfandbriefen begann ganz unvermittelt und setzte mit solcher Schärfe ein, daß die Kurse binnen kurzer Zeit sehr stark gesteigert wurden. Die Erhöhungen betrugen innerhalb

[40]) Neue Berliner Börsenberichte vom 14. 2. 23.

vierzehn Tagen etwa 200% und darüber; die erreichten Kurse schwankten in der Höhe zwischen 300 und 450%. Bei den Pfandbriefen der verschiedenen Landschaften waren die Kurshöhen ganz verschieden, was sich durch den Grund des Pfandbriefkaufes (Rückzahlung!) erklärt. Die Pfandbriefe der Hypothekenbanken hatten zur gleichen Zeit den Stand von 200% meist noch nicht erreicht.

Auch in der Folgezeit machte sich immer wieder bemerkbar, daß die Hypothekenpfandbriefe den relativ und absolut tiefsten Stand von allen Wertpapieren einnahmen. (Eine Ausnahme bildete nur die Kriegsanleihe.) Die Reichs- und Staatsanleihen konnten ihre Kurse in viel stärkerem Maße erhöhen. Der Anlaß hierzu waren spekulative Maßnahmen. Man erwartete bei den Staatspapieren bestimmt eine Entschädigung („Aufwertung") wegen der Geldentwertung, denn der Schuldner war derselbe geblieben[41]). Bei den Pfandbriefen lag die Sachlage jedoch wesentlich anders. Das vielfach verlangte Sperrgesetz gegen die Rückzahlung von Hypotheken in entwertetem Geld wurde nicht erlassen[42]). Viele Hypotheken wurden zurückbezahlt. Infolgedessen mußten Pfandbriefe gekündigt werden. An eine rückwirkende Aufwertung der Hypotheken, wie sie dann durch das Aufwertungsgesetz gebracht wurde, dachte damals wohl noch niemand. Die Folge war, daß die Pfandbriefe nur zur Hypothekenrückzahlung gekauft wurden. Eine Neuanlage von Kapitalien in solchen Pfandbriefen kam naturgemäß überhaupt nicht in Frage. Die Pfandbriefkurse konnten erst im August einen Kurs von 1000% erreichen. Zu dieser Zeit war die Geldentwertung schon sehr weit fortgeschritten; die Staatsanleihen hatten schon Kurse von 100 000% und darüber.

Wie schon erwähnt, war das Angebot an Pfandbriefen im Jahre 1923 äußerst gering, namentlich an alten Serien. Die Banken gaben derartige Pfandbriefe nicht mehr in den Verkehr, wenn sie einmal zurückgeflossen waren, sondern verwendeten sie zur Verringerung des buchmäßigen Umlaufes. Hierdurch konnten für diese Beträge Kündigungen unterbleiben. Die Besitzer von Pfandbriefen gaben zu den Kursen von nur einigen hundert Prozent dieselben nicht her, da der Erlös fast gleich Null gewesen wäre. Auch die Inhaber von verlosten und gekündigten Pfandbriefen weigerten sich vielfach, die gezogenen Papiere gegen den geringen Einlösungsbetrag abzugeben[43]). Diese letztere Tatsache hatte zwar auf die Kursentwicklung der Pfandbriefe im Jahre 1923 keinen Einfluß, übte jedoch auf die Gestaltung der Aufwertungs-Teilungsmassen später eine wichtige Wirkung aus. Auch die Umtauschangebote einiger Banken (z. B. Preuß. Central-Boden-Credit A. G., Bay. Hyp.- und Wechsel-Bank, Gemeinschaftsgruppe) in Roggenpfandbriefe und neue Pfandbriefe[44]) brachte nur eine gegenüber der Geldentwertung geringe Aufwertung. (Die Gemeinschaftsgruppe Deutscher Hypothekenbanken bot z. B. das hundertfache des Nominalbetrages der verlosten und gekündigten Pfandbriefe in bar oder in neuen 12%igen Pfandbriefen.)

---

[41]) Frkft. Ztg. Nr. 900 vom 5. 12. 23.

[42]) Gesch.-Ber. 1923 der Bay. Hyp.- und Wechsel-Bank (S. 6) und Bay. Handelsbank (S. 6).

[43]) Frkft. Ztg. Nr. 382 vom 27. 5. 23.

[44]) Frkft. Ztg. vom 9. 10. 23 und 31. 8. 23 (Nr. 644) und ein Rundschreiben der Bay. Hyp.- und W.-Bank.

Bei Neuemissionen an Pfandbriefen im Jahre 1923 wurde die Geldentwertung durch Erhöhung der Nominalbeträge berücksichtigt, im Zusammenhange mit der Gewährung von höheren Hypotheken. Auch andere Auswege wurden versucht, um wieder Kapital auf den Pfandbriefmarkt zu ziehen. So wurden z. B. die Nominalzinssätze bei einigen Banken wesentlich erhöht. (Die Arbeitsgemeinschaft süddeutscher Hypothekenbanken beschloß die Ausgabe von 10%igen Pfandbriefen[45]). Diese Werte wurden vom Publikum willig aufgenommen. Eine Neuheit auf dem Gebiete des Pfandbriefnominalzinsfußes bedeuteten die Pfandbriefe mit variablem Zinsfuße. Die Gemeinschaftsgruppe gab schon im Februar 1923 eine mit 8—16% je nach dem jeweiligen Reichsbankdiskont ausgestattete Emission heraus[46]). Auch diese Pfandbriefe fanden sehr guten Absatz. Gegenüber all diesen Neuerungen ist jedoch festzustellen, daß der Zinsertrag in dieser Zeit vollständig zurücktreten mußte gegen das Gebot der Erhaltung der Kapitalsubstanz. Dies war aber auch bei diesen Werten nicht erfüllt. Die trotzdem sehr rege Nachfrage nach diesen Pfandbriefen bewies das Streben nach irgend einer Anlage des Geldes. Für die Allgemeinheit bildeten ja die höheren Zinssätze doch einen Anreiz, wenn auch die oben genannten Bedenken vorlagen.

Im weiteren Verlaufe des Jahres 1923 gingen die Banken immer mehr von der Beleihung privater Immobilien zur Beleihung von kommunalen und industriellen Werten über (letzteres besonders unter gemeindlicher Bürgschaft).

Es gelangten dann hauptsächlich Kommunalobligationen zur Ausgabe. Da der Währungsverfall mit unheimlichen Schritten immer weiter vorwärts schritt, zeigten sich auch bei diesen Geschäften sehr bald Unzuträglichkeiten. Denn die Schuldner waren bei der Auszahlung der Darlehensvaluta großen Geldentwertungsgefahren ausgesetzt, bis sie die Beträge verwendet hatten. Im Laufe des Sommers und Herbstes beschlossen daher die meisten Hypothekenbanken die Aufgabe des Papiermarkgeschäftes. Der Zeitpunkt für diesen Entschluß liegt bei den verschiedenen Banken verschieden. Im September und spätestens Oktober hatten aber alle Banken dieses Geschäftsgebiet verlassen.

Die Möglichkeit zu diesem Schritte war gegeben worden durch das im Juni 1923 erlassene Gesetz über die wertbeständigen Hypotheken. Dieses setzte die Hypothekenbanken in die Lage, Hypotheken auf wertbeständiger Grundlage auszugeben. Damit war auch die Ausgabe von derartigen Pfandbriefen ermöglicht. Im Jahre 1923 haben zwar nicht alle Hypothekenbanken von dieser neuen Geschäftsmöglichkeit Gebrauch gemacht. Aber in den folgenden Jahren konnte sich das gesamte Hypothekenbankgeschäft ausschließlich auf dieser Grundlage entwickeln.

Der Neuaufbau des Pfandbriefmarktes auf wertbeständiger Grundlage.

1. Das Jahr 1923.

Das am 23. Juni 1923 ergangene Gesetz über die wertbeständigen Hypotheken gab den Hypothekenbanken und Landschaften die Möglich-

[45]) W. Auler, „Das Pfandbriefgeschäft".
[46]) Gesch.-Ber. der Gemeinschaftsgruppe 1923 (S. 7).

keit der Ausgabe von wertbeständigen Pfandbriefen. Dieses Gesetz war schon lange von der Wirtschaft gefordert worden, aber erst in diesem Stadium der Hochinflation zur Erledigung gekommen. Der Übergang der Bodenkreditinstitute zu diesem neuen Geschäftszweige wurde unter Berücksichtigung aller in Betracht kommenden Möglichkeiten reiflich überlegt. Von den zugelassenen Arten (Gold, Roggen, Kohle, Kali) wurden von den Hypothekenbanken und den sonstigen Realkreditinstituten nur zwei Arten in Anspruch genommen: Gold und Roggen. Die beiden anderen Arten wurden als für das Bodenkreditgeschäft dieser Anstalten ungeeignet bezeichnet[1]). Es ist die Beobachtung zu machen, daß zu Beginn dieses neuartigen Geschäftszweiges (wertbeständige Hypotheken und Pfandbriefe) jedes Institut vorerst nur einen der obigen Wertmaßstäbe in den Geschäftsbetrieb übernahm (entweder Goldhypotheken und Goldpfandbriefe, oder Roggenhypotheken und Roggenpfandbriefe). Man wollte zuerst auf einem vollständig neuen Gebiete Erfahrungen sammeln. Für die Zukunft zeigte sich das Goldgeschäft als das bessere und erwies sich dem Roggengeschäft gegenüber weit überlegen. Schon in den allernächsten Jahren wurde die Goldbasis auch bei denjenigen Banken als Grundlage für Neugeschäfte genommen, die vorher das Roggengeschäft bevorzugt hatten.

Die Unterbringung der wertbeständigen Hypotheken war nicht immer leicht[2]). Denn die Schuldner scheuten das Eingehen einer Verpflichtung zur Zahlung von wertbeständigen Zinsen und Rückzahlungen bezw. Tilgungsraten. (Meist kam Rückzahlung im Ganzen nicht in Frage, da in vielen Fällen die Hypotheken als Tilgungsdarlehen gegeben wurden.) Die Einnahmen waren in jener Zeit nur sehr schwer wertbeständig zu gestalten, so daß jene Verpflichtung immerhin ein Risiko bedeutete. Einkünfte in Mark wurden aber schnell entwertet und konnten also nicht für die Zinszahlungen und Tilgungen gespart werden. Sohin kam für diese Hypotheken vorerst nur ein geringer Kreis von Schuldnern in Betracht.

Zu der Frage der Roggenwertpfandbriefe und Hypotheken ist grundsätzlich dasselbe zu sagen wie oben (Seite 661) für die Sachwertanleihen im allgemeinen. Sie unterliegen in ihrer Wertgestaltung einer doppelten Beeinflussung. Durch ihre Verbundenheit mit dem Roggen hängt ihr Wert von der Preisgestaltung desselben ab; diese ist wiederum verschiedenen Einwirkungen ausgesetzt, die alle indirekt wieder auf die Bewertung der Roggenwerte Einfluß nehmen (z. B. Ernte, Weltmarktlage, Spekulation). Außerdem wirkt auf die Roggenpfandbriefe aber auch noch die Verfassung des Kapitalmarktes ein. Alle diese Momente bringen in das Roggenwertgeschäft eine unsichere Note und verursachen durch ihr unregelmäßiges Wirken eine stets schwankende Bewertung. Die Abhängigkeit vom Roggen macht die Roggenhypotheken von vornherein nur für die Landwirtschaft geeignet und auch hier nur bedingt. Denn die Preisgestaltung des Roggens muß nicht immer mit derjenigen der anderen landwirtschaftlichen Erzeugnisse einig gehen. Der Landwirt bezieht aber seine Einkünfte aus ganz verschiedenen Produkten. Eine Bindung der Zinsen usw. an den Wert des Roggens kann demnach zu starken Belastungen führen, wenn die Roggenpreise eine starke Aufwärtsbewegung zeigen. In den

[1]) v. Bissing, „Die Sachwertpfandbriefe und der Kapitalmarkt“ (S. 7).
[2]) Gesch.-Ber. der Bay. Handelsbank 1923 (S. 5).

Jahren 1926 und 1927 haben sich diese Befürchtungen[3]) bewahrheitet. Der Roggenpreis war in der Zwischenzeit stark gestiegen, so daß die Roggenschulden tatsächlich eine außerordentlich drückende Belastung für die Landwirtschaft bedeuteten. Aus diesem Grunde wurden Hilfsmaßnahmen für die Betroffenen geplant, deren praktische Auswirkungen noch abzuwarten sind[4]).

Diesen ungünstigen Einflüssen sind die Goldhypotheken und Goldpfandbriefe nicht unterworfen. Nach den Durchführungsbestimmungen zum Gesetz über die wertbeständigen Hypotheken sind sie in Gramm Feingold auszustellen, wobei die deutsche Münzparität als Grundlage gewählt wurde. Demnach ist eine Goldmark = $^1/_{2790}$ kg Feingold. Als Goldpreis gilt der an der Londoner Börse amtlich festgesetzte Betrag. Die Umrechnung in die deutsche Reichswährung hat zu erfolgen nach dem amtlichen Mittelkurse der Berliner Börse für das englische Pfund. Infolge der Größe des Londoner Marktes sind die Preisschwankungen für das Gold dort sehr gering. (Spekulative Eingriffe, wie sie sich besonders bei den Getreidebörsen oft einstellen, sind hier nur ganz gering[5]). Diese Stabilität des Goldpreises ist tatsächlich seit 1923 erhalten geblieben, so daß bis jetzt für eine Goldmark immer eine Reichsmark gerechnet werden konnte.

In Norddeutschland konnten sich die Roggenpfandbriefe und -hypotheken besser einführen als in Süddeutschland. Auch während des Jahres 1924 wurden dort noch größere Geschäfte in Roggenwerthypotheken und -pfandbriefen getätigt. Dies ist vor allem bei den Landschaften der Fall gewesen, die ja nur landwirtschaftliche Objekte beleihen und infolgedessen an sich besser für dieses Geschäft geeignet sind.

Bei den Hypothekenbanken überwogen schon 1923 die Goldemissionen. Wie oben gesagt, zeigte sich in der Darlehensaufnahme eine sehr große Zurückhaltung. In erster Linie war es die Bindung an wertbeständige Verzinsung und Tilgung, welche die Schuldner zurückhielt. Da überdies die Auszahlung nur in deutscher Währung erfolgen konnte, so konnten auch bei diesen Hypotheken den Schuldnern nicht alle Verluste erspart werden; der einzige Ausweg in dieser Hinsicht war die Aushändigung der Goldpfandbriefe in natura, die teilweise auch vorgenommen wurde[6]).

Der mäßigen Unterbringungsmöglichkeit von Goldhypotheken stand aber ein außerordentlich starkes Verlangen nach den hiergegen ausgegebenen Goldpfandbriefen gegenüber (auch den Roggenpfandbriefen). Das war an sich in der damaligen Zeit der Geldentwertung sehr verständlich. Denn die sofortige Anlage des verfügbaren Geldes war Notwendigkeit. Der bequemste Weg zur Stabilhaltung des Geldwertes, der Devisenerwerb, war durch gesetzliche Schranken für die Allgemeinheit vollständig gesperrt[7]). Deshalb wurden namentlich Aktien zur werterhaltenden Anlage benützt. Viele Kreise sind aber dem Aktienerwerb innerlich fremd und hatten sich nur notgedrungen zu demselben bestimmen lassen. Die Sach-

---

[3]) Frankft. Ztg. Nr. 697 vom 1. 10. 22 und Nr. 856 vom 29. 11. 22.

[4]) Frkft. Ztg. Nr. 693 vom 17. 9. 23 und Nr. 752 vom 2. 10. 22 und Magazin der Wirtschaft Nr. 8, Februar 1927.

[5]) v. Bissing, „Die Sachwertpfandbriefe“ (S. 17).

[6]) Gesch.-Ber. der Bay. Handelsbank für 1923 (S. 5).

[7]) Neue Berliner Börsenberichte vom 11. 5. 23.

wertanleihen fanden zwar guten Absatz, konnten aber der Nachfrage nicht gerecht werden. Mit dem Erscheinen eines neuen wertbeständigen Papiers wandten sich die Kapitalisten diesem sofort zu, umso mehr, als unbedingte Sicherheit geboten war. Die Nachfrage war gewaltig. Durch die weit herabgehende Stückelung (5%ige Bayerische Handelsbank Goldpfandbriefe bis zu 5 GM. lt. Kursblatt) war es auch den weniger Bemittelten möglich, ihr Geld auf diese Weise wertbeständig anzulegen. Der Zeichnungspreis betrug meist 100% oder etwas darüber (Bayerische Handelsbank: 115%, 5%ige Centralboden-Goldpfandbriefe: 100%). Die Goldpfandbriefe wurden gekauft in ihrer Eigenschaft als wertbeständiges Papier; also in erster Linie deswegen, weil sie der Markentwertung nicht unterworfen waren. Sie dienten mehr als Wertaufbewahrungsmittel denn als langfristige Anlage, welches ihr ursprünglicher und eigentlicher Zweck ist[8]). Da sie erst im letzten Stadium der Inflation auf der Bildfläche erschienen sind, machte sich dies besonders deutlich bemerkbar. Denn wenn die Inflation nicht bald darauf ihr Ende gefunden hätte, so wären die Pfandbriefe wohl nicht so schnell wieder abgestoßen worden, wie dies tatsächlich der Fall war. — Solange die Geldentwertung noch andauerte, konnten die Hypothekenbanken und Landschaften der Nachfrage nicht entfernt genügen, weil die Hypotheken nur spärlich untergebracht werden konnten. Durch die starke Nachfrage wurde der Kurs der Papiere in einem Maße in die Höhe getrieben, das nur durch die Suche nach wertbeständiger Anlage zu erklären ist. Die Kurse wurden als richtig erachtet, wenn sie auf der Grundlage einer guten Devise (Dollar, engl. Pfund) in Mark umgerechnet, ungefähr dem Parikurse entsprachen. Da die Devisenkurse in Deutschland durch die Reichsbank vielfach unter der Auslandsparität gehalten wurden, galten die ausländischen Notierungen der Mark als richtige Basis für diese Bewertung. Bei Umrechnung nach den amtlichen deutschen Kursen ergaben sich infolgedessen sehr hohe Kurse, da die ausländischen Devisenkurse besonders im Herbst oft ein Mehrfaches der deutschen betrugen[9]). Kurse bis zu 200% für die Goldpfandbriefe bei dieser Umrechnung in Goldmark waren keine Seltenheit und wurden sogar zeitweise noch überschritten. Durch die Knappheit des Angebots und die starke Nachfrage wurde diese Bewegung noch wesentlich verschärft.

Als im November 1923 der Inflation ein Ende bereitet war und dies erkannt wurde, fiel der Grund für diese außerordentliche Hochbewertung der Goldpfandbriefe fort. Die deutschen Devisenkurse deckten sich bald wieder mit den Auslandsparitäten. Die Folge war, daß die Kurse innerhalb ganz kurzer Zeit um mehr als die Hälfte ihres bisherigen Niveaus sanken, weil für derartig hohe Kurse kein Grund mehr gegeben war. Von vielen Erwerbern, welche diese Papiere nur zur Erhaltung der Vermögenssubstanz angeschafft hatten, wurden sie jetzt wieder abgestoßen. Dies führte zu einem beträchtlichen Angebot auf dem Markte, dem aber nunmehr nur eine ganz minimale Nachfrage gegenüberstand. Die bereits beginnende Stabilisierungskrise zeigte die infolge der Inflation hervorgerufene Kapitalarmut, so daß für langfristige Anlage nur ganz wenig Kapital verfügbar war. Die infolge des Massenangebotes unausbleiblichen Kursstürze

[8]) Gesch.-Ber. der Bay. Handelsbank 1923 (S. 5).

[9]) Gesch.-Ber. der Bay. Handelsbank 1923 (S. 5) und Gesch.-Ber. der Central-Bodencredit A. G. 1924 (S. 6).

führten zu heftigen Angriffen gegen die Hypothekenbanken, denen eine mangelnde Stabilität ihrer Goldpfandbriefe vorgeworfen wurde. Mit Unrecht. Denn die emittierende Bank kann wohl für die Einlösung der Papiere sowie für die zu zahlenden Zinsen Wertbeständigkeit versprechen. Für die spekulativen Vorgänge auf dem Markte kann sie aber nicht verantwortlich gemacht werden. Die Kursstützungstätigkeit war zu diesem Zeitpunkte noch nicht wieder im alten Umfange möglich, da auch die Hypothekenbanken durch die Inflationszeit in ihrer Vermögenssubstanz schwere Verluste erlitten hatten. Andererseits ist auch zu bemerken, daß es eine Bank nicht verantworten könnte, Kurse von der Höhe derjenigen im November 1923 zu stützen. Diese Kurse waren gegen den Willen der Banken so hoch getrieben worden[10]), ohne daß aber diese dagegen einschreiten konnten; denn die zur Emission von Pfandbriefen notwendigen Hypotheken gingen nur langsam ein. Die Kursrückgänge bedeuteten im wesentlichen vorerst nur ein Zurücksinken auf den normalen Stand dieser Papiere (in einer Zeit ohne Geldentwertung). Allerdings kam unmittelbar darauf noch ein weiteres Moment hinzu.

Der Zinsfuß der im Jahre 1923 auf wertbeständiger Basis ausgegebenen Pfandbriefe betrug durchweg 5%. In der Zeit der Geldentwertung wurde auf Verzinsung des Kapitals überhaupt fast nicht gesehen. Die für Papiermarkdarlehen gerechneten hohen Zinssätze[11]) waren weniger als Zinsen, denn als „Geldentwertungszuschlag" anzusprechen. Da dieser jedoch für wertbeständige Darlehen und Pfandbriefe natürlich in Wegfall kommen mußte, war die Feststellung eines angemessenen Zinssatzes eine schwierige Frage. Einen landesüblichen Zinsfuß gab es nicht. Überall waren die Geldentwertungszuschläge mitenthalten (und eigentlich der Hauptbestandteil dieser „Zinsen"). Der Reichsbankdiskontsatz war ebenfalls auf Papiermarkgrundlage gestellt (hatte übrigens die Fühlung mit dem Geldmarkte vollständig verloren, trotzdem er wiederholt erhöht worden war[12]). Man entschloß sich zum Satz von 5%, da man erkannte, daß die Vorkriegssätze für die neue Zeit zu nieder sein mußten; es sollte aber auch nicht zu hoch gegangen werden, weil die Entwicklung der Lage abgewartet werden mußte. Auch war die Aufbringung von wertbeständigen Zinsen schon bei diesem Zinssatz für die Schuldner sehr schwierig.

Als sich die infolge der Kapitalvernichtung der Inflation eintretende Kapitalknappheit zeigte, war Geld nur zu viel höheren Sätzen zu erhalten. Das Angebot an Kapital war derartig gering, daß die bezahlten Zinssätze über jedes bisher gekannte Maß stiegen. (In Zeiten mit stabiler Währung!) Allerdings war auch jetzt in den Zinssätzen vorerst noch eine Risikoprämie für den Fall einer weiteren Geldentwertung enthalten[13]). Die Lage des Geld- und Kapitalmarktes mußte sich auf dem Markte der wertbeständigen Pfandbriefe in unangenehmster Weise geltend machen. Die mit nur 5% Nominalzins ausgestatteten Goldpfandbriefe wurden vollständig vernachlässigt und büßten von ihrem ohnehin gegen früher schon ermäßigten Kursniveau noch erheblich ein. Schon in Vorkriegszeiten hatten die festverzinslichen Wertpapiere die Tendenz, sich in der Realverzinsung dem

[10]) Gesch.-Ber. der Bay. Handelsbank 1923 (S. 5).
[11]) zeitweise bis zu 35% pro Tag (v. Bissing, „Die Sachwertpf.", S. 30).
[12]) Frankf. Ztg. vom 14. 11. 22, Nr. 816.
[13]) v. Bissing, „Die Sachwertpfandbriefe" (S. 29).

landesüblichen Zinsfuß anzupassen. Dies zeigte sich auch jetzt wieder. Die Kurse gingen weit unter die Parigrenze zurück und konnten sich lange Zeit nicht mehr erholen. Nur wenige Banken konnten die Kurse durch Interventionen so stützen, daß die Rückgänge wesentlich geringer wurden[14]). Denn im allgemeinen können auch die Hypothekenbanken nicht über die gegebene Marktlage hinwegsehen und künstlich zu hohe Kurse erhalten. Der Durchschnitt der Goldpfandbriefkurse betrug Ende 1923 etwa 60 bis 80%.

2. Das Jahr 1924.

Das Wirtschaftsleben zeigte im Jahre 1924 auf allen Gebieten die Wirkungen der erst überwundenen Periode der Inflation. Die Schäden derselben für das gesamte deutsche Volk und dessen Vermögen wurden erst nach und nach aufgedeckt und in ihrer ganzen Größe erkannt. Ein sehr gutes Spiegelbild dieser Zeit geben die Börsen. Sie zeigen nämlich genau, wie sich die wirtschaftliche Depression erst langsam vollständig auswirkte und nur außerordentlich schwer zu bekämpfen war.

Im Januar waren die Börsen noch von den Gedankengängen der Inflation (Goldwerterrechnung, Berücksichtigung der Substanzwerte usw.) beeinflußt[15]). Nur so sind die noch eingetretenen Steigerungen zu erklären. Schon anfangs Februar zeigte sich ein Tendenzumschwung. Die Kurse begannen allmählich zu weichen, und das Angebot in allen Arten von Wertpapieren wurde immer stärker und drängender. Diese Abwärtsbewegung hielt das ganze erste Halbjahr 1924 an. Unterbrechungen waren äußerst selten und immer nur ganz vorübergehend. Den Ausschlag für den Stimmungsumschwung in der Börsentendenz hatte die im Februar eintretende furchtbare Geldverknappung gegeben. Bei diesem Geldmangel gaben die Effektenbesitzer ihre Papiere zuerst preis, um ihre Betriebe aufrecht erhalten zu können. Die Zinssätze waren sehr hoch gestiegen und ein Beleihen von Effekten kam überhaupt fast nicht mehr in Frage. Die Reichsbank konnte kaum die Kredite für lebenswichtige Unternehmungen bereitstellen. Als im April die Kreditrestriktionspolitik der Reichsbank einsetzte, mußte diese Maßnahme infolge weiterer Abgaben auf die Effektenkurse drücken. Diejenigen Aktienbesitzer, die nur aus Furcht vor der Geldentwertung die Aktien erworben hatten, beeilten sich meist, dieselben nunmehr wieder abzustoßen[16]). Sie entschlossen sich vielfach, das Geld bei Banken als Depositen anzulegen[17]); hierzu war ein neuer Anreiz dadurch gegeben, daß die Banken Gelder mit Wertsicherungsgarantie hereinnahmen (allerdings nur Kündigungsgelder).

Infolge der Geldknappheit konnte das überreichliche Angebot auf dem Markte trotz der ständig ermäßigten Kurse keine Aufnahme finden. Erst gegen Mitte des Jahres nahmen die Kursminderungen ein langsameres Ausmaß an und es zeigte sich auch wieder eine, wenn auch bescheidene Nachfrage. Der Grund war eine etwas erleichterte Lage des Geldmarktes.

---

[14]) Die Bay. Handelsbank konnte bis zum Herbst 1924 den Kurs ihrer 5%igen Goldpfandbriefe auf 80% erhalten, während diejenigen der anderen Banken bis unter 40% sanken.

[15]) Wirtschaft und Statistik, Februar 1924.

[16]) Wirtschaft und Statistik, April 1924, Juli 1924, August 1924.

[17]) Wirtschaftsberichte der Discontogesellschaft September-Oktober 1924.

Diese war aber nur hervorgerufen durch eine allgemeine Vertrauenskrise, die sich darin äußerte, daß Kredite nur sehr ungern gegeben wurden. Das Geld wurde lieber an der Börse verwendet.

Die Belebung der Börsen machte im zweiten Halbjahr 1924 weitere Fortschritte infolge des im August abgeschlossenen Londoner Dawes-Abkommens. Diese Besserungen waren aber durchaus recht bescheiden und vollzogen sich nicht ohne größere Schwankungen.

Der gesamte Markt der festverzinslichen Wertpapiere hatte unter diesen mißlichen Verhältnissen besonders zu leiden. Bei der herrschenden Kapitalnot konnte fast niemand Geld in langfristigen Anlagen investieren und als solche kommen die Pfandbriefe (und anderen Festverzinslichen) in erster Linie in Betracht. Die Realverzinsung der für diese Zeit allein in Betracht kommenden Gold- und Sachwertanteilen war so nieder, daß auch hierdurch eine Minderung der Nachfrage hervorgerufen wurde. Dazu kam noch die erwähnte Möglichkeit, Geld bei Banken als Depositen gegen verhältnismäßig kurze Kündigungsfristen zu guten Zinssätzen und unter Garantie der Wertbeständigkeit anzubringen. Alle diese Einflüsse wirkten im Zusammenhang mit der ungünstigen Lage des Geld- und Kapitalmarktes auf die Kurse der Goldpfandbriefe in unangenehmer Weise ein. Die Kurse sanken im Einklang mit den Aktienkursen nach und nach immer tiefer und erreichten im Mai und Juni des Jahres ganz außerordentliche Tiefpunkte. Hierdurch wurde die Effektivverzinsung einigermaßen dem landesüblichen Zinsfuß angepaßt (soweit man überhaupt von einem solchen reden konnte); Kredite wurden damals mit weit über 10% pro Jahr verzinst (vereinzelt gab es sogar Sätze über 20%[18]). So erscheint der tiefe Kursstand der Pfandbriefe erklärlich. Sie sanken teilweise auf 30% und sogar darunter[19]). Bei einer etwaigen Realisation erwuchsen den Besitzern angesichts dieser Kurse ganz bedeutende Verluste; diese schädigten das Ansehen der Papiere und drohten den Aufbau des neuen Marktes zu verhindern. Unter diesen Umständen mußte der Ankauf dieser Papiere einen sehr geringen Anreiz bieten. Der Pfandbriefmarkt zeigte daher eine vollständige Verödung und fast keinerlei Nachfrage. (Dies war bei den übrigen Sachwertanleihen in noch größerem Maße der Fall!)

Noch zu Anfang 1924 war von mehreren Instituten die Ausgabe von nieder verzinslichen Goldpfandbriefen getätigt worden (6%- und 7%ige Papiere). Auch diese litten in der Kursentwicklung sehr unter den ungünstigen Verhältnissen des Marktes. Diese schlechte Lage machte sich natürlich auch für die kreditsuchenden Immobilienbesitzer stark bemerkbar. Die Auszahlung der Hypothekendarlehen an die Schuldner erfolgt nach dem jeweiligen Tageskurs der Pfandbriefe. Da die nieder verzinslichen Papiere im Kurse sehr tief standen, konnte auch die Auszahlung der Darlehensvaluta nur zu diesen Kursen (unter weiterem Abzug der Kosten und Spesen) erfolgen. Bei einem Disagio von 60%, wie es Mitte 1924 für die 5%igen Pfandbriefe der meisten Institute bestand, kam also nur eine Auszahlung von 40% in Frage (brutto!). Mit solchen Darlehen ist aber natürlich den Darlehensnehmern nur sehr wenig gedient, umso

[18]) v. Bissing, „Die Sachwertpfandbriefe“ (S. 30).

[19]) 4% Bayer. Landeskulturrente Goldbriefe: am 2. Juni 1924 29%!

mehr, als der genehmigte Betrag der Hypotheken in den meisten Fällen hinter den Anforderungen der Schuldner wesentlich zurückbleiben mußte[20]).

Diese ungünstigen Zustände veranlaßten die Hypothekenbanken, nach einem Zinsfußtyp zu suchen, der den Darlehensnehmern eine gute Auszahlung gewährleistete und auch den Pfandbriefbesitzern eine den Geldmarktverhältnissen angemessene Verzinsung bot. Dies war auch nötig, um einen Anreiz zum Kauf der Goldpfandbriefe zu geben. Denn nur ein hochprozentiger Pfandbrief hatte in dieser Zeit Aussicht auf Unterbringung. Es durfte aber auch die Zukunft nicht außer Acht gelassen werden; denn die Zinsverhältnisse des Jahres 1924 waren keineswegs als normal anzusehen, da sie unter dem Druck der Nachinflationszeit entstanden waren. Es handelte sich um die Festsetzung der Zinsen auf mindestens einige Jahre. Man konnte nicht annehmen, daß die Verhältnisse des Jahres 1924 mit dieser ungeheuren Zinshöhe bestehen bleiben würden, da die Wirtschaft zur Tragung solcher Zinslasten auf die Dauer nicht befähigt sein konnte[21]). Die verschiedenen Institute haben dem einen oder anderen dieser Momente mehr Wichtigkeit zugesprochen und je nach ihrer Auffassung verschiedene Zinsfußtypen emittiert; so kam es, daß zu Ende 1924 in Deutschland nicht weniger als acht verschiedene Nominalzinssätze für Hypothekenpfandbriefe existierten, nämlich 5, 6, 7, 7½, 8, 8½, 9 und 10%. Manche Institute glaubten in der Wahl des Zinsfußtyps unter keinen Umständen zu hoch gehen zu dürfen, um nicht in der Zukunft einer Erleichterung der Zinssätze im Wege zu stehen[22]); denn schon in Friedenszeiten hatten die Zinssätze für erste Hypotheken einen wichtigen Maßstab für den landesüblichen Zins gegeben. Diese Banken wollten über ein gewisses, mäßiges Höchstmaß (etwa 8 oder 7½%) nicht hinausgehen. Andere Banken wieder haben argumentiert, daß das wichtigste eine möglichst hohe Auszahlung an den Schuldner sei[23]). Diese haben dann meist zum 10%igen Typ gegriffen, der im Jahre 1924 in großen Mengen ausgegeben wurde. Besonders haben die Landschaften sehr große Emissionen mit diesem Zinsfuß ausgestattet. In Norddeutschland machte sich die Ausbreitung des hochverzinslichen Pfandbriefes viel stärker bemerkbar als z. B. in Bayern.

Die Ausgabe der 8%igen Goldpfandbriefe fiel größtenteils erst in die zweite Hälfte des Jahres 1924, als sich die Verhältnisse etwas gebessert hatten. Die 10%igen Emissionen wurden dagegen schon im ersten Semester mit etwa 80 bis 85% emittiert. Die Frage, welche der beiden Gattungen die richtige war, ist in dieser Formulierung schwer zu beantworten; denn beim 10%igen Pfandbrief hatte der Schuldner den Vorteil einer höheren Auszahlung, was in der damaligen Geldnot von Wichtigkeit war. Dafür aber mußte er sich auf eine Reihe von Jahren zur Zahlung höherer Zinsen verpflichten. Dies bedeutete eine starke Vorbelastung für die kommenden Jahre. Bei den 8%igen Goldpfandbriefen war der Auszahlungskurs der Hypotheken niedriger, dagegen hatte der Schuldner auch

[20]) Gesch.-Ber. der Bay. Hyp.- und W.-Bank 1924 (S. 6).

[21]) Gesch.-Ber. der Bay. Handelsbank 1924 (S. 6).

[22]) z. Beispiel: Bayerische Hyp.- und W.-Bank (Gesch.-Ber. 1924 S. 7), Bay. Handelsbank (Gesch.-Ber. 1924 S. 5).

[23]) Bayerische Vereinsbank, Gesch.-Ber. 1924 (S. 7), Preuß. Centralbodencredit AG. 1924, Gesch.-Ber. (S. 6).

weniger Zinsen zu entrichten. Das eine brachte eine stärkere Belastung der Zukunft zugunsten der Gegenwart, das andere wirkte umgekehrt. Um die hohen Belastungen nicht auf zu lange Zeit auszudehnen, entschlossen sich die meisten Hypothekenbanken, die Hypotheken schon bald kündbar zu stellen (meist drei bis fünf Jahre), besonders in Bayern[24]). Durch diese Maßnahme sollte den Schuldnern die Möglichkeit gegeben werden, bei einer Besserung der Verhältnisse eine Konvertierung durchzuführen durch Kündigung der alten, hochverzinslichen Hypothek und Aufnahme einer neuen niedriger verzinslichen. Die gegen solche bald kündbare Hypotheken ausgegebenen Goldpfandbriefe wurden dann auch ihrerseits in entsprechender Zeit kündbar gestellt.

Unter Berücksichtigung dieser Zusammenhänge ist zu sagen, daß im ersten Halbjahr 1924 die Aufnahme einer Hypothek auf der Grundlage des 10%igen Pfandbriefes jedenfalls vorteilhafter war. Im zweiten Semester ist dies aber schon nicht mehr ohne weiteres der Fall; denn zu dieser Zeit hatte auch der 8%ige Goldpfandbrief einen ganz schönen Kursstand, der eine ansehnliche Auszahlung (ca. 80% netto) brachte. In jedem einzelnen Falle war jedoch die Lage verschieden und eine allgemeine Regel ließ sich nicht aufstellen.

Wie erwähnt, überwogen in den ersten Monaten des Jahres die nieder verzinslichen Pfandbriefe, die aus der Zeit der Geldentwertung und der unmittelbaren Nachzeit stammten. (5 und 6%.) Nach verschiedenen weiteren derartigen Emissionen im ersten Vierteljahr 1924 (z. B. 7%ige Pfandbriefe der Hamburger Hypothekenbank, 6%ige Pfandbriefe der Bayer. Hypotheken- und Wechsel-Bank) wurde erkannt, daß auf diesem Wege nicht fortgefahren werden konnte, weil sich in Kapitalistenkreisen für diese Werte keinerlei Interesse zeigte. Im ersten Halbjahr kamen dann meist 10%ige Goldpfandbriefe an den Markt, die eine weit größere Anziehungskraft ausübten. Die Börseneinführung dieser letzteren Werte erfolgte (wenigstens für die Mehrzahl) erst später, als die Kurse schon gesteigert waren. In den folgenden Jahren wurde der 10%ige Typ bald vom 8%igen überholt, der dann der Haupttyp für die nächsten Jahre wurde. Bemerkenswert ist, daß die Bayerische Regierung im Herbst 1924 der Bayerischen Landwirthschaftsbank und der Bayerischen Vereinsbank die Genehmigung weiterer Serien von 10%igen Pfandbriefen verweigerte[25]). Der Grund war die inzwischen abgeschlossene Dawesanleihe, die bekanntlich mit 7% ausgestattet ist. Man glaubte hierin einen Hinweis auf die Zukunft sehen zu dürfen. Es ist dies eine Auffassung, die sich 1927 anläßlich der 5%igen Reichsanleihe wiederholt: Man will durch Schaffung eines „Standardtyps" Richtlinien aufstellen[26]), ohne aber zu bedenken, daß sich die Zinssätze von selbst durch die Entwicklung ergeben müssen. Eine künstliche Beeinflussung ist hier unmöglich. Im Herbst 1924 war der 10%ige Typ noch nicht als zu hoch anzusprechen, wie es von der Regierung angenommen wurde. Er hatte den Paristand noch nicht erreicht und bot gegenüber den 8%igen Pfandbriefen immer noch Vorteile (aller-

[24]) Bay. Hyp.- und W.-Bank, Gesch.-Ber. 1924 (S. 7). Bayerische Vereinsbank, Gesch.-Ber. 1924 (S. 13). Preuß. Pfandbriefbank, Gesch.-Ber. 1924 (S. 17).

[25]) Gesch.-Ber. Bay. Landwirthschaftsbank 1924 (S. 4), Gesch.-Ber. Bayer. Vereinsbank 1924 (S. 7).

[26]) Frkft. Ztg. Nr. 115 vom 13. 2. 27.

dings nur noch für die Gegenwart, die Zukunftsbelastung stellte sich bereits höher).

Der Verkauf der Goldpfandbriefe gestaltete sich in den ersten Monaten sehr mühsam und schleppend, im Einklang mit der allgemeinen Börsenlage. Diejenigen Käuferschichten, welche für den Pfandbrieferwerb besonders wertvoll sind, weil sie zur Daueranlage erwerben, waren vorerst noch nicht in der Lage, Sparkapital zur Verfügung zu stellen[27]). Es handelt sich hier in erster Linie um die große Masse der kleinen Sparer, nämlich die Angehörigen des Mittelstandes, die Beamten und auch die Arbeiter. Bei all diesen ließen die gesteigerten Lebenskosten und die gesunkenen Löhne noch keine Spartätigkeit aufkommen. Außerdem kam 1924 noch besonders in Betracht, daß gerade diese Leute durch den Verlust ihres früheren Vermögens in der Inflation gegenüber der Neuanlage von Geld in diesen Werten eine Scheu hatten. Das Mißtrauen, das diesen Leuten eingeflößt worden war, ließ sich nur ganz langsam und durch langwierige Aufklärungsarbeit der Hypothekenbanken und der Vertriebsstellen der Pfandbriefe überwinden. Dieses Mißtrauen machte sich noch bis in das Jahr 1925 hinein bemerkbar. Die Vermögen, aus deren Zinsen oftmals Pfandbriefe erworben worden waren, waren ebenfalls großenteils der Entwertung anheimgefallen. All dies wirkte zusammen, um diese wichtigen Käuferschichten von der Nachfrage abzuhalten. Erst langsam begannen sich diese Mißstände zu heben, und es ist in erster Linie der Einführung der Goldpfandbriefe zu danken, daß die Wiedereinführung so rasch vor sich gehen konnte[28]). Denn gerade die Goldklausel trug viel zur Sicherung der Pfandbriefe bei und beruhigte die Bedenken. Es mußte daher als vollständig abwegig bezeichnet werden, wenn teilweise versucht wurde, einen Reichsmarkpfandbrief einzuführen. Solche Papiere sind nur in ganz geringem Umfange ausgegeben worden und haben sich nicht bewährt[29]).

1924	Bayer. Handelsbank	Bayer. Landw. Bank		Centralboden	
	5%	6%	10%	5%	10%
5. Februar	80	—	—	65	—
14. April	80	60	—	45	—
19. Mai	80	36	(85)	36	—
7. Juli	80	47,50	67,50	41	—
15. Septemb.	80	67,50	90	63,25	92
20. Oktober	68	68,50	90	60a)	94,50
1. Dezemb.	69	70	90	63,50	95
30. Dezemb.	71	70	93	69,50	97,75

a) Kurs vom 21. 10.

Bis zur Mitte des Jahres 1924 lagen die Kurse der Goldpfandbriefe sehr schwach. Die Gründe sind bereits genannt. Im zweiten Halbjahr setzte sich diese Abwärtsbewegung nicht mehr fort. Gegen den Herbst zu machte sich eine lebhaftere Nachfrage bemerkbar, die dann bis zum Jahresschluß anhielt. Unter ihrem Einfluß konnten sich dann auch die

27) Gesch.-Ber. der Bay. Landwirth.-Bank 1924 (S. 5).
28) Gesch.-Ber. der Bay. Hyp.- und Wechsel-Bank 1924 (S. 6).
29) Gesch.-Ber. der Bay. Hyp.- und Wechsel-Bank 1924 (S. 6).

Kurse erholen. Diese Erhöhung hatte in geringem Maße schon bald nach Erreichung des Tiefstandes im Mai und Juni eingesetzt und nahm jetzt ein größeres Ausmaß an. Wenn auch die Kurse der Pfandbriefe zu Ende des Jahres immer noch bescheiden waren, so zeigten sie doch gegen diejenigen vom Mai und Juni bedeutende Verbesserungen. So notierten z. B. 5%ige Centralboden-Pfandbriefe Ende Dezember 1924 69,50% gegen 32 bis 37% im Mai, 10%ige Bay. Landw.-Bank-Pfandbriefe 90 bis 93% gegen 67 bis 75% usw. Diese Steigerung der Pfandbriefkurse zeigte eine ziemliche Anpassung ihrer Realverzinsung an die Sätze des Geldmarktes für langfristige Gelder. (Nach Mitteilung einer Münchener Großbank betrugen die von der Bayerischen Bankenvereinigung festgesetzten Sätze für Zweimonatsgelder im Mai 1924 24 bis 30%, im Juli ca. 20%. Im Dezember hatten sich diese Sätze auf 9 bis 10% gesenkt.) Diese Sätze waren zwar noch immer reichlich hoch, hatten aber gegen Anfang des Jahres schon ganz erheblich nachgelassen (im Zusammenhange mit der endgültigen Sicherung der deutschen Währung durch das Londoner Dawes-Abkommen und das damit verbundene Fortfallen der Geldentwertungszuschläge). Im Herbst begannen die Hypothekenbanken auch die Kursinterventionen wieder aufzunehmen, um den Absatz durch möglichst gleichmäßige Kurse zu beleben. Gerade die stabilen Kurse der Hypothekenpfandbriefe hatten schon immer die Käufer besonders angelockt, da hierdurch die Verlustgefahren bei Realisationszwang stark gemildert wurden. Gegen die Verhältnisse des ersten Halbjahres 1924 konnten diese Stützungskäufe der Banken natürlich meist nicht ins Treffen geführt werden, weil die Banken die Kapitalmarktlage immer berücksichtigen müssen. Besonders auffällig sind in der Kurslage die 5%igen Goldpfandbriefe der Bayerischen Handelsbank. Diese hielten über die ganze schwierige Zeit hinweg den Kurs von 80% (in einer Zeit, als selbst höher verzinsliche Pfandbriefe anderer Banken auf 40% und darunter sanken). Im Oktober mußte dieser Kurs dann allerdings ermäßigt werden, weil die Ausgabe der 7½%igen Goldpfandbriefe erfolgte. Da für dieselben ein Kurs von etwa 80% in Frage kam, wurde der Kurs der 5%igen Pfandbriefe auf 68% herabgesetzt, um die Neuemission nicht zu stören.

Die Kurserhöhungen im Herbste 1924 sind umso bemerkenswerter, als um diese Zeit das Angebot an Pfandbriefen seitens der Realkreditinstitute bedeutend zunahm. In diesem Teile des Jahres kamen große Emissionen hochverzinslicher Pfandbriefe an den Markt, die allerdings von den Banken nur im Einklang mit der Nachfrage ausgegeben wurden[30]). Im weiteren Verlaufe des Herbstes konnten sich die Kurse der Goldpfandbriefe meist recht stabil halten. Nur manchmal kam es infolge der vorübergehenden Versteifung des Geldmarktes zu Rückschlägen, die sich aber in sehr mäßigen Grenzen bewegten. Der Grund für diese Schwankungen war die immer noch fortdauernde Unsicherheit und Unklarheit der deutschen Geldmarktlage, die nach wie vor keinen Schluß auf die zukünftige Gestaltung des landesüblichen Zinsfußes zuließ. Die starke und schnelle Anpassung der Goldpfandbriefkurse an die Sätze und Bewegungen des Geldmarktes ist eine Erscheinung, die sich vor dem Kriege lange nicht in diesem Maße gezeigt hatte. Es ist dies eine Folge der durch die Inflation eingetretenen Kapitalarmut. Die Gelder des Marktes suchten die günstigste Anlage und

[30]) v. Bissing, a. a. O. S. 35.

griffen dabei oftmals nach Pfandbriefen. So mußte sich der Kurs derselben dem Geldmarkte anpassen[31]). Dieser Einfluß machte sich auch in den folgenden Jahren noch bemerkbar. Die Grenze zwischen Kapital- und Geldmarkt hatte sich gegen die früheren Zeiten viel unbestimmter gestaltet.

Die 10%igen Goldpfandbriefe erreichten gegen Ende des Jahres fast den Paristand. Centralboden 97,75%, Preuß. Pfandbriefbank 99%. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß bei diesen beiden Pfandbriefen der Zinsschein am 31. Dezember fällig wurde und deshalb der Kurs gegenüber anderen Banken höher sein mußte (wegen der Nichtberechnung der Stückzinsen während des Jahres, worüber weiter unten noch zu sprechen ist; siehe Seite 682). Der Kurs der 10%igen Bay. Vereinsbank-Goldpfandbriefe betrug 94%.

Auch die erst gegen Ende des Jahres eingeführten 8%igen Goldpfandbriefe hatten ganz schöne Kurse aufzuweisen: Bayer. Hypotheken- und Wechsel-Bank 84,50%, die anderen Banken ganz ähnlich. Überhaupt machte sich jetzt für die führenden Pfandbriefbanken eine gewisse Einheitlichkeit in der Kursbewegung geltend. Die verschiedenartige Bewertung der Pfandbriefe verschiedener, gleich guter Institute verschwand wieder; auch sie war eine Folge der Inflation gewesen. Wenn eine Kurshöhe von anderen absticht, so hatte das jetzt stets wieder einen besonderen Grund, der nicht allein in der Nachfrage nach gerade diesem Papier liegen konnte, wie es 1923 gewesen war. (Für gleich gut fundierte Institute!) Ein solcher Fall sind die 6%igen Goldpfandbriefe der Preußischen Pfandbriefbank. Diese hielten die ganzen letzten Jahre hindurch einen Kursstand, der ungefähr demjenigen der 8%igen Goldpfandbriefe anderer Banken entspricht. Die Ursache liegt in den Einlösungsbestimmungen dieser Emission. Die Pfandbriefe werden nämlich am 1. April 1929 ohne vorherige Kündigung zurückbezahlt. Infolge dieser geringen Umlaufszeit und des Emissionskurses von 80% verzinsten sich diese Pfandbriefe mit fast 12% jährlich netto[32]). Diese Rechnung machte sich auch im Kurse dieser Pfandbriefe bemerkbar und führte zu einem viel (durchschnittlich 10%) höheren Kurse als bei den anderen 6%igen Pfandbriefen.

Die Schwierigkeit der Unterbringung der Pfandbriefe besonders im ersten Halbjahre 1924 hatte zu einer starken Erhöhung der Bonifikationssätze für den Vertrieb der Pfandbriefe geführt, die sich zu einem Mißstand auswuchs. Die bezahlten Vergütungen erreichten nämlich Sätze von 4—5%[33]). Da diese Bonifikationen von den Hypothekenschuldnern unter den „Geldbeschaffungskosten" zu tragen sind, verteuerten sie den Realkredit ganz erheblich. Allerdings ist anzuerkennen, daß nur mit Hilfe dieser Bonifikationen die Belebung des Pfandbriefgeschäftes zu Anfang des zweiten Semesters möglich war. Die Bemühungen, nunmehr auf diesem Gebiete eine Erleichterung zu schaffen, konnten aber erst im Jahre 1925 zu einem Ergebnis führen. In diesem Jahre wurde nämlich zwischen den Hypothekenbanken und den Landschaften ein Abkommen über die Höhe der Bonifikationssätze geschlossen, wodurch die unlautere Konkurrenz vermieden werden sollte. Für die Einhaltung dieser Vereinbarung gibt

[31]) v. Bissing, a. a. O., Seite 37.

[32]) W. Auler, „Das Pfandbriefgeschäft" (S. 86).

[33]) Gesch.-Berichte 1925 Centralboden (S. 6), Gemeinschaftsgruppe (S. 9), Bay. Hyp- und W.-Bank (S. 6).

es aber kein Druckmittel, es sei denn die Verweigerung des Vertriebes der Pfandbriefe von Anstalten, welche die Sätze des Abkommens überschreiten. Die deutschen Kreditbanken haben sich zu diesem Schritt auch bereitwillig entschlossen[34]).

3. Das Jahr 1925.

Die das Ende des Jahres 1924 beherrschende, gegen die vorhergehende Zeit günstige Börsenlage setzte sich noch anfangs 1925 fort, gefördert durch die flüssige Geldmarktlage. Diese Geldfülle rührte hauptsächlich her aus eingeströmten Auslandskapitalien[35]). Außerdem wurde das deutsche Wirtschaftsleben um die Jahreswende günstig beurteilt. Es war dies ein durch die tatsächliche Lage nicht gerechtfertigter Optimismus; denn alle Teile der Wirtschaft hatten nach wie vor schwer um ihre Existenz zu ringen.

Schon nach ganz kurzer Zeit änderte sich jedoch diese Verfassung der Börse. Der Geldmarkt begann sich wieder zu versteifen, da die Reichsbank die Wechseldiskontierung einschränkte. Die Börse wurde stark in Mitleidenschaft gezogen; am meisten litten die Aktienkurse, welche eine stark rückläufige Bewegung einnahmen. Diese setzte sich bis über die erste Hälfte des Jahres fort und zwar mit nur ganz kurzen und geringen Unterbrechungen. Um die Mitte des Jahres erzeugten die saisonmäßigen Ansprüche eine Verstärkung der kritischen Lage des Geldmarktes[36]). Nach einer kurzen Erholung im August und September brachte das Ende dieses Monats wieder einen Umschlag wegen der schwierigen Regelung des Ultimo. Infolge der hohen Ansprüche der Gesamtwirtschaft erreichte die gespannte Lage im Oktober einen neuen Höhepunkt, um sich dann rasch zu erleichtern. Am Ende des Jahres war die schwierige Lage ganz überwunden. Den Grund für diese Entspannung gaben wieder die Auslandskredite ab. Diese wurden sowohl von Staat und Gemeinden als auch von der Industrie aufgenommen. Bis zum Abruf dieser Gelder wurden dieselben meist der Börse überlassen und konnten so den Geldmarkt wesentlich erleichtern.

Die Börsentendenz des zweiten Halbjahres 1924 war ganz uneinheitlich und vermochte sich von der meist ungünstigen Stimmung nur durch den scheinbar günstigen Ausgang der Konferenz von Locarno etwas zu erholen[37]). Die Börsen des Spätherbstes litten unter einer hochgradigen Geschäftsunlust; Aufträge von manchmal nur einigen hundert Mark Nominalwert konnten zu einer verhältnismäßig starken Veränderung in den Kursen führen[38]). Diese Stagnation wurde veranlaßt durch beunruhigende Nachrichten aus der Industrie. Die Insolvenzen, Arbeiterentlassungen, unbefriedigenden Abschlüsse nahmen einen immer größeren Maßstab an und zeigten deutlich, wie unberechtigt der Optimismus zu Anfang des Jahres gewesen war. Die dauernd angespannte Geldmarktlage hatte natürlich eine weitere Senkung der Zinssätze verhindert und teilweise sogar eine

[34]) Gesch.-Berichte der Gemeinschaftsgruppe 1924 und 1925 (je S. 9).
[35]) Wirtschaft und Statistik, Heft 14, Juli 1925.
[36]) Wirtschaft und Statistik, August 1925.
[37]) Wirtschaft und Statistik, November und Dezember 1925.
[38]) Wirtschaft und Statistik, Dezember 1925.

gewisse Rückbildung veranlaßt. Erst gegen das Ende des Jahres konnte diese ungünstige Lage einigermaßen überwunden werden.

Die festverzinslichen Wertpapiere standen ebenfalls während des ganzen Jahres unter dem Einfluß der Geldmarktverhältnisse. Diese beeinflußten die Lage des Kapitalmarktes ganz wesentlich. Für den Goldpfandbriefmarkt war die Entwicklung des Jahres 1925 nicht günstig. Im letzten Vierteljahr 1924 hatte eine rege Nachfrage nach Pfandbriefen eingesetzt, die zur Erreichung eines gegenüber den vorhergehenden Monaten stark gebesserten Kursniveaus geführt hatte. Diese Tendenz konnte sich aber nur noch kurze Zeit fortsetzen. Die den Januar 1925 auszeichnende Geldfülle machte viele Mittel für den Kapitalmarkt frei, so daß der Pfandbriefverkauf noch gut von statten ging. Die Kurse konnten sich durchweg um einige Prozent erhöhen. An der Berliner Börse begann sich diese günstige Lage jedoch schon Ende Januar zu verändern; die Kurse erfuhren im Laufe des Monats Februar Abschwächungen, die sich aber in geringen Grenzen bewegten. Die bayerischen Goldpfandbriefe jedoch konnten ihre Aufwärtsbewegung während dieses Monats noch fortsetzen, so daß hier erst Ende Februar die Höchstkurse erreicht wurden. Dieser Unterschied liegt in der Natur der Käuferschichten begründet; diese setzt sich in Süddeutschland mehr aus Sparerkreisen zusammen als in Norddeutschland, wo die Spekulation schon von jeher mehr Einfluß hatte. Die Kurse Ende Februar waren jedoch an beiden Börsen gleich für dieselben Pfandbrieftypen (wenigstens im Durchschnitt). Anfang März begannen die Kurse langsam zu weichen. Die beginnende Geldmarktversteifung entblößte den Kapitalmarkt von Mitteln, so daß die Nachfrage zusehends geringer wurde. Dies wird von allen Geschäftsberichten bestätigt; einzelne (z. B. die Bayerische Vereinsbank) sagen sogar, daß in dieser Zeit der Absatz von Pfandbriefen vollständig stockte. Der Geldmarkt war jedoch nicht der alleinige Grund für das Nachgeben der Pfandbriefkurse. Es kam hierzu noch eine andere Tatsache, die allerdings sich erst durch die Veränderung in der Geldmarktverfassung unangenehm auswirken mußte. Es handelt sich um den Markt der landschaftlichen Pfandbriefe[39]). Die Landschaften händigten nämlich den Darlehensnehmern als Darlehensvaluta Goldpfandbriefe aus; diese mußten von den Schuldnern selbst verwertet werden[40]); hierbei war es diesen jedoch bei Verwirkung einer Vertragsstrafe untersagt, die Pfandbriefe innerhalb einer gewissen Zeit an der Börse zu verkaufen. Diese sollten vielmehr während dieser Zeit nur lombardiert werden oder durch die landschaftliche Bank zum Verkaufe gebracht werden. Daß diese Vorschrift vielfach umgangen wurde, ist bei der Notwendigkeit der Geldbeschaffung für den Schuldner zu verstehen. In Zeiten mit normalem Pfandbriefabsatz machte sich diese Begebungsart nicht allzu unangenehm bemerkbar. Als jedoch die Nachfrage nach Pfandbriefen ohnehin sehr gering wurde, führte das Massenangebot landschaftlicher Pfandbriefe zu starken Kursstürzen. Das angebotene Material konnte nur zu außerordentlich ermäßigten Kursen untergebracht werden. Die Kurse der 8%igen Goldpfandbriefe der Schlesischen Landschaft fielen von 86% am 15. Mai 1925 auf 74% am 16. Juni und 70% am 3. Juli 1927. Die Einwirkung der Begebungsart der Landschaften wirkten den ganzen

[39]) Bank-Archiv, Jahrgang XXV, Heft 8.
[40]) Wirtschaftsdienst Nr. 48 vom 27. Nov. 1925.

Sommer 1925 über im gleichen, ungünstigen Sinn und führten im Herbst zu ganz außerordentlich tiefen Kursen. (Die 8%igen Schles. Landsch. Pfandbriefe wiesen am 6. November 1925 einen Kurs von 62% auf). Zu der ungünstigen Ausgabemethode gesellten sich noch Insolvenzen von Hauptschuldnern der Schlesischen Landschaft. Diese verstärkten den Kursrückgang dieser Pfandbriefe noch[41]); in den oben angegebenen Kursen sind auch diese Einwirkungen inbegriffen.

Die Rückgänge griffen teilweise auch auf den Markt der Hypothekenbank-Pfandbriefe über; jedoch sind diese Einflüsse nicht groß gewesen und infolge der an sich schwachen Lage auch dieses Marktgebietes nicht genau festzustellen. Jedenfalls erreichten sie hier bei weitem nicht das Maß wie auf dem Markte der landschaftlichen Pfandbriefe. Die Preußische Pfandbriefbank bemerkt in ihrem Geschäftsbericht 1925 (Seite 6) ausdrücklich, daß die Kurse ihrer Pfandbriefe von diesen Einflüssen nicht betroffen worden sind. Ende 1925 haben die Landschaften ihre Emissionstechnik geändert und derjenigen der Hypothekenbanken angepaßt[42]). Diese geben aber Pfandbriefe nur in dem Maße in Verkehr, als der tatsächlichen Nachfrage entspricht. Hierdurch wird ein übermäßiges, kursdrückendes Angebot vermieden. Den Landschaften gelang es, mit Hilfe eines von der Zentrallandschaft zur Verfügung gestellten Kredites, eine Sanierung der Kurse durchzuführen[43]).

In den ersten Monaten des Jahres 1925 wurde in Hypothekenbankkreisen oftmals die Befürchtung geäußert, daß die starke Nachfrage nach Pfandbriefen zum großen Teil auf spekulative Käufe zurückzuführen sei[44]). Auch die Anlage von Geldern nur zur vorübergehenden verzinslichen Anlage wurde festgestellt[45]). Nur zum geringen Teil entfiel die Nachfrage auf die seriösen kleinen Sparer, welche die Papiere zur Daueranlage erwerben. Immerhin aber machte sich aus diesen Kreisen wieder Nachfrage bemerkbar[46]). (Gewisse Anhaltspunkte in dieser Hinsicht sind durch die Art und die Größe der einzelnen abgerufenen Pfandbriefposten sowie durch die Person des Abnehmers gegeben.) Zu Anfang der Baisse im März 1925 zeigte sich auch wieder eine schon früher gesehene Umstellungstendenz: Der Erlös aus verkauften Aktien wurde manchmal in Pfandbriefen angelegt. Die Nachfrage aus diesem Grunde blieb aber gering und bei der fortschreitenden Geldversteifung ergab sich vielfach die Notwendigkeit zur anderweitigen Verwendung der auf diese Weise in Pfandbriefen angelegten Kapitalien. Hierdurch wurde der Kapitalmarkt wieder durch ein starkes Angebot an Pfandbriefen in Anspruch genommen und eine Kurssenkung herbeigeführt.

Wie vorerwähnt, war die Tendenz der Kursbewegung in den ersten Monaten 1925 für alle Arten von Goldpfandbriefen gleichartig. Auch die Abschwächungen verteilten sich anfangs ziemlich gleichmäßig auf alle Pfandbriefarten. Von Mai an zeigte sich jedoch für die verschiedenen Arten von Pfandbriefen eine unterschiedliche Kursbewegung. Nachdem

[41]) v. Bissing, a. a. O., S. 39.
[42]) Gesch.-Ber. der Gemeinschaftsgruppe 1925 (S. 10).
[43]) v. Bissing, a. a. O., S. 40.
[44]) Bank-Archiv, XXV, Heft 8.
[45]) Gesch.-Ber. der Gemeinschaftsgruppe 1925 (S. 10).
[46]) Gesch.-Ber. der Preuß. Pfandbrief-Bank 1925 (S. 6).

wieder ein als normal zu bezeichnender Stand erreicht worden war, der den Sätzen des Geldmarktes ziemlich entsprach, unternahmen die Hypothekenbanken wieder die von früher her gewohnten Interventionskäufe[47]). Es handelt sich dabei jedoch in erster Linie nur um die Pfandbriefe, in denen damals Neuemissionen vorgenommen wurden. Die übrigen Werte wurden zwar im Kurse gegen die starken Schwankungen reguliert, aber sonst sich selber überlassen. Die Folge war, daß der Kurs der neu emittierten Goldpfandbriefe von dieser Zeit ab eine merkwürdige Stabilität bewahrte.

Einige stärkere Herabsetzungen am 1. Juni 1925 haben einen besonderen Grund. Seit der Verordnung vom 20. Juli 1923 war die Berechnung der Stückzinsen bei Geschäften in festverzinslichen Wertpapieren (also auch bei den Goldpfandbriefen) eingestellt[48]). Es war also im Kurse dieser Papiere stets ein gewisser Betrag für den seit dem letzten Zinstermin angelaufenen Zins inbegriffen. Die Folge war, daß an den Zinsterminen der einzelnen Pfandbriefserien die Kurse der betreffenden Pfandbriefe herabgesetzt werden mußten, um die Spekulation abzuhalten. Ohne diese Maßnahme wäre ein starker Anreiz geschaffen worden, solche Papiere kurz vor dem Zinstermin anzukaufen, die Zinsen zu trennen und die Papiere alsdann wieder abzustoßen. Die Ermäßigungen an den Zinsterminen betragen ziemlich genau die Beträge der getrennten Zinsscheine, meist unter Berücksichtigung der 10%igen Kapitalertragsteuer. Die folgende Tabelle zeigt diese Kursherabsetzungen sehr deutlich für den Aprilermin 1925:

	Kurs am		Verlust	Betrag d. Zinsscheines abzügl. Kap. Ert. Steuer
	31. 3. 25	1. 4. 25		
6%ige B. Hyp.- u. W.-B.-G.-Pf.	79	76,50	2,5%	2,70
8%ige B. Hyp.- u. W.-B.-G.-Pf.	89	85,50	3,5%	3,60
6%ige B. Landw.-Bank-G.-Pf. .	79	76,—	3%	2,70
8½%ige B. Landw.-Bank-G.-Pf.	94	89,75	4,25%	3,85
10%ige B. Landw.-Bank-G.-Pf. .	101,50	97,—	4,50%	4,50

Gerade an diesem Termin ist infolge der damaligen schlechten Lage des Pfandbriefmarktes die Bewegung deutlich ersichtlich. In Zeiten lebhaften Absatzes wurde öfters ein Teilbetrag der Ermäßigung durch eine Kurssteigerung kompensiert.

Diese börsentechnische Lage macht die Kurse für verschiedene Zeiten einerseits und für verschiedene Institute andererseits nur bedingt vergleichbar; es müßten erst die angefallenen Zinsbeträge errechnet werden und aus dem Kurse eliminiert werden. Aber auch dann ist noch nicht die Gewißheit der richtigen Rechnung gegeben; denn in der Zeit zwischen zwei Zinsterminen haben die Banken wohl von Zeit zu Zeit, wenn es die Marktlage erlaubte, Kurserhöhungen wegen der Zinsanfälle vorgenommen. Da dies aber aus den Kursen nicht ersichtlich ist, wäre die Gefahr einer

[47]) Frkft. Ztg. Nr. 329 vom 4. Mai 1926.
[48]) Frankftr. Ztg. Nr. 533 vom 21. 7. 23.

doppelten Berücksichtigung gegeben, wodurch das Bild wieder nicht genau werden würde.

Die Verordnung vom Juli 1923 wurde mit Wirkung vom 1. Juni 1925 aufgehoben. An diesem Tage wurden infolgedessen alle Kurse der Pfandbriefe berichtigt, indem ein entsprechender Abschlag für die seit dem letzten Zinstermin angefallenen Stückzinsen vorgenommen wurde. Je nachdem die nächsten Zinstermine mehr oder minder nahe bevorstanden, war dieser Kursabschlag verschieden hoch; er betrug bei den

10%igen Centralboden-Goldpfandbriefen . .	3,5%	(Zinst. J./J.)
8%igen Centralboden-Goldpfandbriefen . .	3,5%	(Zinst. J./J.)
6%igen Centralboden-Goldpfandbriefen . .	1,75%	(Zinst. J./J.)
10%igen Preuß. Pfandbr.-Bank-Goldpfandbr. .	1%	(Zinst. A./O.)
9%igen Preuß. Pfandbr.-Bank-Goldpfandbr. .	3%	(Zinst. J./J.)
10%igen Bayer. Bodenkr.-Anst.-Goldpfandbr. .	3,5%	(Zinst. J./J.)
8%igen Bayer. Hyp.- u. W.-Bk.-Goldpfandbr.	1%	(Zinst. A./O.)

Bei der Betrachtung der Pfandbriefkurse im Jahre 1925 ab Mai ergibt sich unter Berücksichtigung dieser Richtigstellungen bis zum Herbst eine auffallende Kursstabilität. Diese ist umso bemerkenswerter, als im Sommer die Nachfrage nach Pfandbriefen ein ganz außergewöhnlich geringes Maß annahm und sehr viele Rückflüsse zu verzeichnen waren[49]). Diese Stabilität wird durch die hier folgende Tabelle verdeutlicht:

1925	Bayer. Handelsb. 7½%	B.H.u.W.B. 8%	Centralbd. 8%	a) Pr. Pfdbr. B. 9%
15. Mai	83	85,50	88	95,50
6. Juni	83	84,50[b])	85[b])	92,50[b])
7. August	83	84,50	85	92
30. Oktober . . .	83	84,50	84,50	91
31. Dezember . . .	83	84,50	84,50	90,50

[a]) Die schwache Lage der 9%igen Pfandbriefe der Preußischen Pfandbriefbank hängt zusammen mit der Rückkehr zum 10%igen Typ im zweiten Semester[50]).

[b]) Nach der erwähnten Herabsetzung am 1. Juni.

Einzelne Institute hielten den Kursstand vom Mai bis Ende des Jahres ganz oder fast ganz unverändert bei: 8%ige Bay. Hyp.- u. W.-Bank-Gold-Pf.: 84½%; 7½%ige Bay. Handelsbank-Gold-Pf.: 83% vom Mai bis Dezember; Centralboden: von Juni bis Oktober 85%, dann 84½%. Bei allen größeren Instituten aber waren die Veränderungen der Kurse sehr gering.

Da die Geldverknappung unvermindert anhielt, sich im Oktober sogar noch verstärkte, ist nicht zu bezweifeln, daß diese Kurslage nur durch die Stützungstätigkeit der Hypothekenbanken erreicht werden konnte[51]). Daß diese Interventionstätigkeit besonders im Sommer große Opfer er-

[49]) Frkft. Ztg. Nr. 98 vom 6. 2. 26.
[50]) Gesch.-Ber. 1925 S. 6.
[51]) Frkft. Ztg. Nr. 329 vom 4. 5. 26.

forderte, ist nicht in Frage zu stellen und wird in manchem Geschäftsbericht bestätigt. So schreibt z. B. die Pfälzische Hypothekenbank, daß für die Kursstützungstätigkeit große Opfer gebracht werden mußten, besonders im zweiten Halbjahr. Auch die anderen Banken schreiben, daß sie z. B. „den Markt auf das Sorgfältigste beobachteten“[52]) usw. Besonders bei den kleineren Instituten ist diese Interventionstätigkeit viel schwieriger, weil sie nicht so kapitalstark sind wie die großen Banken. Umso mehr ist anzuerkennen, daß es der Mehrzahl auch dieser kleineren Hypothekenbanken im zweiten Semester 1925 gelang, die Kurse ihrer Pfandbriefe recht stabil zu halten; es macht sich hier auch noch geltend, daß in schlechten Zeiten das Angebot in Papieren kleinerer Institute stets größer ist als in solchen der größeren Banken. Teilweise erfolgten im Sommer und Herbst kleinere Ermäßigungen der Kurse im Zusammenhang mit der schlechten Absatzmöglichkeit und der Geldknappheit. Jedoch hielten sich diese Abschläge in sehr engen Grenzen und traten bei vielen Instituten gar nicht ein[53]). Die Bildung von Sparkapital, das für die Anlage in Pfandbriefen in solchen Zeiten allein in Frage kommt, schritt nur langsam vorwärts; anderes Geld war aber für den Pfandbriefmarkt nicht verfügbar.

Während die Pfandbriefe mit mittleren Zinssätzen (etwa 7½—8½%) bei fast allen Instituten gut im Kurse gehalten werden konnten, wurde diese Kursstützung für die anderen Pfandbrieftypen im allgemeinen nicht durchgeführt. In den niedriger verzinslichen Papieren wurden keine Neuemissionen herausgebracht, so daß die Plazierungsfrage nicht berücksichtigt werden mußte. Diese bildet aber für die Kursintervention einen Hauptgrund. Die nach diesen Werten bestehende Nachfrage war sehr gering und überwiegend spekulativer Natur. Die sich bietende Rente war geringer als bei den höher verzinslichen Pfandbriefen (trotz des höheren Disagios). Es zeigte sich die schon in den Vorkriegsjahren beobachtete Tatsache, daß die nieder verzinslichen Pfandbriefe einen höheren Kursstand einzunehmen pflegen, als ihnen mit Rücksicht auf die Rente der Normalpfandbriefe eigentlich rechnerisch zukommen würde[54]). Es ist dies eine Folge der gegebenen Möglichkeit der Kündigung oder Verlosung, wobei diese Werte zu Pari eingelöst werden müssen. Außerdem winkt bei diesen Pfandbriefen für den Fall einer Konjunkturbesserung eine Gewinnchance; denn erfahrungsgemäß weisen in solchen Fällen gerade diese Pfandbriefe die größten Steigerungen auf.

Die Rückgänge auf diesem Gebiete des Pfandbriefmarktes waren aber trotz dieser Momente viel stärker als bei den hochzinsigen Haupttypen. Besonders im Sommer und Herbst gab es teilweise größere Rückschläge infolge der geringeren Nachfrage und des an den Markt kommenden größeren Angebotes. Die Spekulation wollte damals diese Pfandbriefe nicht aufnehmen, da die Lage des Kapitalmarktes keine Aussicht auf eine Kursbesserung dieser Werte gab. Die nach Daueranlage suchenden Kapitalien wandten sich aber mit Vorliebe den hochverzinslichen Werten (8—10%) zu.

[52]) Gesch.-Ber. der Bay. Hyp.- und W.-Bk. 1925 (S. 5).

[53]) Besonders interessant ist der Vergleich mit den Landes-Kulturrentengoldbriefen. (Siehe S. 701.)

[54]) Dr. H. Schoch, „Die bayerischen Pfandbriefkurse 1914 bis 1918“, S. 611.

1925	Pr. Pfdbr. Bk. 6%	Centralbd. 5%	Bayer. Handelsb. 5%	B.H.u.W.B. 6%
2. Januar . . .	84	68	71	68,50
27. Februar . .	87	70	73	79
9. April	84	74	72	76
3. Juli	83,75	65	72	71
11. September . . .	82,50	60,10	72	70,25
9. Oktober . . .	85,50	65,50	72	70,25
27. November . . .	82,50	57	72	71,20
31. Dezember . . .	84	60	72	73

Besonders bemerkenswert sind in dieser Gruppe wiederum die 5%igen Goldpfandbriefe der Bayerischen Handelsbank; diese konnten den Kursstand von 72% das ganze Jahr durch halten. Ferner sind es wieder die 6%igen Goldpfandbriefe der Preußischen Pfandbriefbank, die sowohl durch ihre absolute Kurshöhe (s. auch S. 678), als auch durch die geringen Rückschläge auffallen. Nur einige Male wurden für diese Pfandbriefe Kurse zwischen 80 und 83% notiert, während sie sonst stets den Durchschnitt von etwa 83—85% durchhielten. — In den letzten Monaten des Jahres trat auch bei diesen Papieren eine starke Beruhigung der Kurslage ein. Es lag dies im Zusammenhang mit der allgemeinen Börsenlage; diese ließ das Geschäft auch auf diesem Markte fast vollständig erlahmen.

Neben der Kursgestaltung der Goldpfandbriefe mittleren Zinsfußes ist diejenige der 10%igen Goldpfandbriefe besonders wichtig. Von diesen Werten befanden sich besonders in Norddeutschland ziemlich große Summen im Umlauf. Hier waren die Hypothekenbanken teilweise durch die Konkurrenz der Landschaften gezwungen, diesen Typ zu emittieren. Die Landschaften hatten ganz besonders viele 10%ige Goldpfandbriefe ausgegeben. Überhaupt zeigte sich hierin ein Unterschied zwischen Nord- und Süddeutschland: In Bayern waren z. B. nur ganz wenige Hypothekenbanken zur Ausgabe der 10%igen Pfandbriefe übergegangen. Die meisten begnügten sich mit dem 8%igen Typ.

Die Kursentwicklung der 10%igen Goldpfandbriefe zeigte in den ersten Monaten 1925 das gleiche Bild wie diejenige der anderen Pfandbriefe; ziemlich rasches Ansteigen zu Anfang des Jahres, dann ein Sinken in den Monaten März bis Mai. Während dann aber die 8%igen Pfandbriefe schon anfangs Juni die Kurse einnahmen, die sie mit nur geringen Schwankungen bis zum Dezember innehalten sollten, pendelten die hochzinsigen Pfandbriefe noch längere Zeit hin und her. Die Schwankungen waren zwar nicht groß, aber doch deutlich erkennbar. Von dieser Zeit an (Ende Juli) hielten sich dann auch diese Werte recht gleichmäßig auf ihrem Stande. Nur in der Zeit der ganz starken Geldknappheit im Oktober ermäßigten sich die Kurse, um dann aber schnell wieder auf den vorherigen Stand zurückzukehren. (Diese Lage im Oktober verursachte teilweise auch bei den mittelzinsigen Goldpfandbriefen Kursermäßigungen.) Bei den 10%igen Pfandbriefen wurden von den Hypothekenbanken die geringsten Kursstützungen vorgenommen[55]). Dies war hier auch nicht so notwendig wie bei den anderen Gattungen. Denn diese Papiere hatten

[55]) Magazin der Wirtschaft, Jahrgang III, Nr. 10, März 27.

von selbst infolge ihrer guten Verzinsung einen hohen Kursstand und konnten denselben gut behaupten, auch unter den schwierigen Umständen des Jahres 1925. Auch beim Nachlassen der Nachfrage nach den anderen Typen zeigte sich bei diesen Pfandbriefen immer wieder eine wenn auch geringe Nachfrage. Ein Sinken unter eine gewisse Grenze (etwa 90%) war daher nicht zu befürchten. Wenn dies aber der Fall gewesen wäre, so hätten die Banken wohl auch diese Pfandbriefe im Kurse gestützt. Im Laufe des Jahres wurde die Ausgabe dieser Pfandbriefe eingeschränkt; an Neuausgaben wurden dann größtenteils 8%ige Pfandbriefe emittiert. Hierdurch wurde ein Angebot von Bankseite vermieden und das Material wurde knapper, als es sonst der Fall gewesen wäre. Allerdings kehrten gegen Ende des Jahres (besonders im Oktober und November 1925) mehrere Banken wieder zu diesem Zinsfußtyp zurück[56]). Die Lage des Geld- und Kapitalmarktes schien diesen Schritt zu rechtfertigen. Von einer allgemeinen Rückkehr zum 10%igen Goldpfandbrief konnte aber nicht die Rede sein.

1925	Centralbd. 10%	Pr. Pfandbrbk. 10%	Bayer. Vereinsb. 10%	Bayer. Landw. ° 10°B /
2. Januar	94	95	96	95,50
27. Februar . . .	101,50	98,25	100	97,50
3. April	100,75	98,70	102	97
1. Mai	101	98,50	97,50 ex. Cp.	95,50
3. Juli	98[a])	97[a])	94,50[a])	93,50[a])
2. Oktober . . .	98,25	96,50	94	94,60
6. November . . .	100,50	96,50	93,50	94
24. Dezember . .	100,90	96,75	94	93

[a]) Nach Berücksichtigung der Stückzinsberechnung (S. 682.)

Diese Tabelle zeigt die während des ganzen Jahres 1925 nahe an Pari liegende Kurshöhe der 10%igen Gold-Pfandbriefe genau an. Die meist vorhandene Höherbewertung der norddeutschen Goldpfandbriefe dieser Gruppe gegenüber den bayerischen ist vor allem durch die spätere Kündbarkeit der ersteren zu erklären. So sind z. B. die neueren Serien der 10%igen Preuß. Pfandbriefbank-Pfandbriefe nicht vor 1930 bezw. 1931 rückzahlbar. Die 10%igen Goldpfandbriefe der Preuß. Centralbodenkredit-A.-G. sind unkündbar bis zum 1. November 1930. Dagegen sind die Serien 1—7 der 10% Bayer. Vereinsbank-Goldpfandbriefe in der Kündigung überhaupt nicht beschränkt[57]), die Serien 8 und 9 sind spätestens am 31. Dezember 1929 einzulösen. Die 10%igen Pfandbriefe der Bayer. Landwirthschaftsbank sind nicht rückzahlbar vor dem 1. Januar 1928[58]). Der Unterschied in den Rückzahlungsbestimmungen der preußischen und der bayerischen Goldpfandbriefe dieses Typs ist klar ersichtlich. Die

[56]) Beispiel: Die Preuß. Pfandbriefbank kehrte vom 9%igen zum 10%igen Goldpfandbrief im Herbst 1925 zurück (Gesch.-Ber. dieser Bank für 1925).

[57]) Eine Serie dieser Goldpfandbriefe wurde schon zum 1. Mai 1926 mit einmonatiger Frist gekündigt (Frankft. Ztg. Nr. 270 vom 13. 4. 26).

[58]) Diese Angaben sind den Geschäftsberichten der betr. Institute für 1925 entnommen (Einzelnachweise).

ersteren hatten im Jahre 1925 alle mindestens noch eine fünfjährige Laufzeit vor sich, während bei den letzteren die Kündigungsmöglichkeit schon wesentlich näher lag. Die durch diese Umstände bei den norddeutschen Banken garantierte längere Zahlung der hohen Zinsen machte sich im Kurse bemerkbar. Infolge der schlechten Geldmarktlage waren jedoch die Unterschiede noch nicht allzu groß; solange die Geldsätze sich nicht weiter gesenkt hatten, war an eine Massenkündigung wohl nicht zu denken. Deshalb konnten auch die bayerischen 10%igen Goldpfandbriefe ihre Kurse ganz schön halten. Ein größerer Unterschied zeigte sich aber in den folgenden Jahren, als diese Pfandbriefe den Paristand überschritten hatten.

Die ungünstige Lage des Pfandbriefmarktes konnte erst im Dezember 1925 etwas behoben werden. Zu dieser Zeit machte sich wieder eine geringe Belebung des Geschäftes bemerkbar. Allerdings blieb die Nachfrage vorerst immer noch in bescheidenen Grenzen. Eine Besserung der Kurse setzte sich im Jahre 1925 nicht mehr durch, da hierzu die Nachfrage nicht stark genug war und die Geldsätze noch zu hoch waren. Erst im Jahre 1926 konnte eine — dann allerdings ganz bedeutende — Erhöhung der Pfandbriefkurse eintreten.

4. Das Jahr 1926.

Schon gegen Ende 1925 hatte die fast das ganze Jahr beherrschende Anspannung des Geldmarktes sich zu lockern begonnen. Im neuen Jahre hat sich diese Erleichterung des Geldmarktes in stärkerem Maße fortgesetzt, so daß schon am 12. Januar 1926 der Reichsbankdiskontsatz von 9 auf 8% ermäßigt werden konnte. Das ganze erste Vierteljahr 1926 stand unter dem Einflusse einer großen Geldfülle.

Die Effektenbörsen zogen aus dieser Lage den größten Nutzen. Schon im Dezember hatten sich die Aktienkurse um ein geringes gesteigert. Im Januar 1926 entwickelte sich an den Börsen eine regelrechte Haussestimmung. Diese hielt das ganze erste Vierteljahr durch an. Einige Rückschläge im Februar und März sind auf das Gesamtbild ohne Eindruck, da sie bald wieder überholt wurden. Hierzu kam noch die Gesundung der deutschen Industrie; mit Hilfe der erlangten Auslandskredite hatte diese einen Rationalisierungsprozeß begonnen, von dem eine günstige Entwicklung der deutschen Industrie erwartet wurde[59]). Man erhoffte nunmehr wieder Dividendenausschüttungen. Der englische Kohlenarbeiterstreik brachte vielen deutschen Werken neue Beschäftigungsmöglichkeit[60]); diese Wirkung griff von der ursprünglich betroffenen Schwerindustrie bald auf die übrigen Industriezweige über. Diese Sachlage führte zu der genannten guten Bewertung der deutschen Industrieaktien.

Ende April und im Mai ergaben sich an den Börsen ziemlich starke Rückschläge. Diese gingen von den sog. Freigabewerten aus, da die Erledigung des Freigabegesetzes in Amerika auf Schwierigkeiten gestoßen war[61]). Außerdem wirkte auch der Geldmarkt ein, der seine große Flüssigkeit um diese Zeit erstmals etwas verlor. Die folgenden Monate zeigten aber wieder kräftige Erholungen und bereits eine Überschreitung des

[59]) Wirtschaft und Statistik, Februar 1926.
[60]) Wirtschaft und Statistik, Juli 1926.
[61]) Wirtschaft und Statistik, Mai 1926.

durchschnittlichen April-Kursniveaus. In dieser neuen Bewegung wirkte sich der Einfluß des englischen Streiks aus. Auf die im September wieder eingetretenen Schwankungen folgte schon im Oktober ein neuer Kursanstieg, der sich mit nur geringen Unterbrechungen bis zum Jahresende fortsetzte.

Die günstige Lage des Geldmarktes im Jahre 1926 hat zu einer starken Senkung der Zinssätze geführt. Der Reichsbankdiskontsatz wurde wiederholt ermäßigt und erreichte im Juli den seit der Inflationszeit tiefsten Stand von 6%. Diese Senkung wirkte auf das Börsengeschäft belebend. Die Hauptursache für die enorme Geldfülle des Jahres 1926 war das starke Einströmen von Auslandskapital.

Auch das Pfandbriefgeschäft hatte schon Ende 1925 begonnen, sich langsam aus der Depression zu erholen. Nach Überschreitung des Höhepunktes der Geldknappheit im Oktober hatte sich die Nachfrage wieder etwas belebt. Die günstige Börsenlage des Jahres 1926 kam auch diesem Markte zu gute. Die ganz außergewöhnlich flüssige Lage des Geldmarktes brachte es mit sich, daß für den Anlagemarkt viele Kapitalien frei waren. Die Goldpfandbriefe boten besonders zu Anfang des Jahres infolge ihres niederen Kursstandes eine recht beachtliche Realverzinsung. Diese konnte aber um diese Zeit bei den Aktien noch nicht mit Sicherheit erwartet werden[62]). So wandte sich ein großer Teil des verfügbaren Geldes dem Pfandbriefmarkte zu. Schon Mitte Januar erfolgten starke Steigerungen und zwar für alle Zinsfußtypen. Der auch weiterhin sehr flüssige Geldmarkt veranlaßte dann ein fortgesetztes Anziehen der Goldpfandbriefkurse. Da die Zinssätze auf dem offenen Markte schon eine bedeutende Erleichterung erfahren hatten und auch der Reichsbankdiskontsatz schon herabgesetzt worden war, bedeutete diese Kursbewegung eine Angleichung der Pfandbriefrealverzinsung an die Sätze des Geldmarktes (für längerfristige Gelder[63]).

Wie erwähnt, war die sich so plötzlich zeigende Nachfrage zum großen Teil zurückzuführen auf die Geldfülle. Hierdurch wurden große Kapitalien frei und konnten auf dem Kapitalmarkte zur Verfügung gestellt werden. Größere Summen wurden durch den Abbau unrentabel gewordener Betriebe frei und suchten Anlage in den hochverzinslichen Goldpfandbriefen. Auch unbeschäftigte Betriebsfonds und Leihmittel anderer Anleihenehmer kamen in Betracht[64]). Zu diesen Momenten gesellte sich noch eine Art von „offiziellem" Hinweis auf die Goldpfandbriefe. Die Reichsbank veranlaßte nämlich im Januar 1926 die öffentlichen Stellen, einen großen Teil ihrer liquiden Mittel in Goldpfandbriefen (besonders landschaftlichen) anzulegen. In einer Rede in Darmstadt erklärte der Reichsbankpräsident, daß bis anfangs Mai von der Reichspost für über 100 Mill. und von der Reichsversicherungsanstalt 32 Mill. Goldpfandbriefe angekauft worden waren[65]). Auch der Pensionsfonds der Reichsbank in Höhe von 80 Mill. wurde in landschaftlichen Goldpfandbriefen angelegt[66]). Diese Aktion

[62]) Wirtschaft und Statistik, Januar 1926.
[63]) Wirtschaft und Statistik, April 1926.
[64]) Frankft. Ztg. Nr. 54 vom 21. Jan. 1927.
[65]) Magazin der Wirtschaft, II, Nr. 36: Dr. Priester, „Der Aufschwung des Pfandbriefgeschäftes".
[66]) Münchener Neueste Nachrichten Nr. 219 vom 13. 8. 27.

unter Führung der Reichsbank veranlaßte eine sehr große Nachfrage nach Pfandbriefen seitens der öffentlichen Stellen. Hierdurch wurden auch andere Kapitalien auf diesen Markt angezogen und so konnten sich dann die starken Kurssteigerungen vollziehen. In Norddeutschland kam diese Entwicklung besonders den landschaftlichen Goldpfandbriefen zu Nutzen. Diese hatten zu Anfang des Jahres noch einen Stand inne, der durchschnittlich etwa 10 bis 15% unter dem Niveau der gleich verzinslichen Pfandbriefe der Hypothekenbanken lag. Infolge der Einwirkung der öffentlichen Hand wurden gerade die Kurse dieser Pfandbriefe so stark erhöht, daß schon Ende Februar der mittlere Kursstand der Hypothekenbank-Pfandbriefe erreicht wurde. Diese hatten zwar inzwischen ihre Kurse auch erhöhen können, aber lange nicht in dem Maße wie die landschaftlichen Pfandbriefe. Jedoch konnten in der Folgezeit auch die Hypothekenbank-Pfandbriefe Nutzen aus der öffentlichen Nachfrage ziehen; denn es wurden von dieser Seite auch diese Pfandbriefe übernommen, besonders in Süddeutschland, wo es keine Landschaften gibt. Außerdem aber wirkte diese Nachfrage anfeuernd auf weite Kreise. Als die ersten Kurssteigerungen erfolgt waren, erhöhte sich die Nachfrage noch, da man das Ende der billigen Erwerbsmöglichkeit gekommen sah. Diese Beeinflussung der öffentlichen Stellen seitens der Reichsbank und die damit verursachte Kurssteigerung ließen ein doppeltes Ziel erreichen: 1. Der Realkredit erhielt erhebliche Mittel zur Verfügung gestellt, nachdem er im Jahre 1925 fast nicht hatte bedient werden können (nur aus den Mitteln der Deutschen Rentenbankkreditanstalt waren Kredite zu haben gewesen, da sie aus dem Auslande kamen; der inländische Markt für die Bodenkreditobligationen befand sich in einer schweren Depression). 2. Durch die eingetretene Steigerung der Pfandbriefkurse infolge der großen Nachfrage im Zusammenhang mit der günstigen Lage des Geld- und Kapitalmarktes wurde der Realkredit wesentlich verbilligt, da das bei der Hypothekenaufnahme vom Schuldner zu tragende Disagio erheblich verringert wurde. (Bei den 8%igen Goldpfandbriefen verringerte sich das Disagio von Ende Dezember 1925 bis Ende März 1926 um ca. 15—16%.)

Die vorübergehenden Rückschläge im Februar und März 1926 auf dem Aktienmarkte machten sich bei den Goldpfandbriefen nur in ganz verschwindendem Maße bemerkbar. Die Aufwärtsbewegung setzte sich vielmehr während des ganzen ersten Vierteljahres 1926 fort. Es zeigten sich zwar auch bei den Pfandbriefen geringe Kursschwankungen, die aber bei einer so starken Aufwärtsbewegung nicht vermieden werden konnten. Sie wurden auch stets durch neue Steigerungen wieder überkompensiert, so daß der Grundzug der Bewegung nie unterbrochen wurde. Allerdings war in dieser Zeit vielfach erkennbar, daß die reißende Nachfrage zum großen Teil aus Spekulationskapital stammte. Auch der Erwerb zur vorübergehenden verzinslichen Anlage von gerade nicht benötigten Geldern wirkte mit[67]). Die Heraufsetzung der Beleihungsgrenze für Godpfandbriefe seitens der Reichsbank auf 75% hat dem Pfandbriefmarkte neue Käufer zugeführt[68]). Die Gelder der kleinen Sparer flossen jetzt schon etwas reichlicher, aber noch immer in bescheidenem Ausmaße; von ihnen konnte die große Nachfrage nicht stammen. Auch der Erwerb durch Stiftungen und

[67]) Frkft. Ztg. Nr. 47 vom 19. 1. 26 und Nr. 98 vom 6. 2. 26.
[68]) Münch. Neueste Nachr. Nr. 219 vom 13. 8. 27.

die Anlage öffentlicher Gelder konnten noch immer nicht die kolossale Nachfrage hervorrufen. So wurde die Ansicht sehr verstärkt, daß viele Pfandbriefe in spekulativer Absicht wegen der zu erwartenden weiteren Steigerung gekauft wurden. Die Hypothekenbanken haben nach Möglichkeit beim Erkennen einer solchen Absicht bei der Nachfrage die Abgabe von Pfandbriefen verweigert[69]); dies war jedoch nicht immer möglich, auch waren die Absichten der Käufer nicht stets erkennbar. Einen gewissen Rückschluß lassen in dieser Hinsicht nur die Größe der einzelnen abgerufenen Posten, sowie die Personalien der Erwerber zu. Die Anlage von gerade verfügbaren Geldern zur vorübergehenden verzinslichen Anlage war nunmehr schon wegen der Stückzinsberechnung leichter als in den Vorjahren. Die Stückzinsen wurden jedesmal, bei Kauf und Verkauf berechnet. Angesichts der hohen Zinssätze konnte auch die Börsenumsatzsteuer außer Betracht gelassen werden. Da der Erstverkauf von Pfandbriefen seitens der Emissionsbank ohnehin steuerfrei ist, mußte nur beim Verkauf durch den Besitzer die Steuer entrichtet werden. Der Steuersatz für diese Papiere ist an sich nicht hoch (0,75‰ vom Kurswert für Kundengeschäfte). — Die starken Kurssteigerungen haben wohl auch viele angezogen, die aus dem erhofften Fortbestand dieser Bewegung Vorteil ziehen wollten, ohne etwas dabei zu riskieren; denn jedenfalls war ihnen eine gute Verzinsung des angelegten Kapitals sicher.

Vgl. Tabelle I am Schluß dieses Aufsatzes.

Bei der Betrachtung dieser Tabelle stellt sich als auffallendstes Ergebnis die starke Kurssteigerung aller Gattungen von Pfandbriefen im ersten Vierteljahr 1926 dar. Die Steigerungen verteilten sich in ihrer Höhe ziemlich gleichmäßig auf die Monate Januar bis März, ohne daß ein Rückschlag zu erkennen ist. Ende März und anfangs April waren bei den meisten Goldpfandbriefen die Kurse erreicht, die bis zum Herbst überhaupt die Höchstkurse bleiben sollten.

Die Kursbewegung bis zu dieser Zeit der vorläufigen Höchstkurse war nicht für alle Goldpfandbriefe gleichmäßig. Eine Aufwärtsbewegung weisen zwar alle Arten von Pfandbriefen auf; jedoch schwanken die Kursgewinne zwischen ca. 8% (10% Bayerische Vereinsbank-Goldpfandbriefe) und ca. 28% (5% Preuß. Centralboden-Kredit A. G. Pfandbriefe). Hierbei sind die landschaftlichen Pfandbriefe außer Betrachtung gelassen, weil sich bei ihnen die Bewegung aus einem unnatürlich tiefen Stande heraus entwickelt hat. (8% Schles. landschaftl. Goldpfandbriefe am 2. Januar 1927: 69,60% gegenüber einem Durchschnittskurs von 84—85% bei den Hypothekenbank-Pfandbriefen.) Die nieder verzinslichen Pfandbriefe weisen die weitaus stärksten Steigerungen auf. (5% Centralboden-Goldpfandbriefe: 2. Jan.: 61%, 30. März: 88,75%; Steigerung: 27,75%). Diese Tatsache ist zu erklären als Ausgleich der im Vorjahre erlittenen Verluste bei diesen Werten. Gerade diese Arten von Pfandbriefen, bei denen im allgemeinen eine Stützungstätigkeit seitens der Emissionsbanken nicht mehr erfolgte, zeigten schon immer eine stärkere Anpassung des Kurses an die Lage des Kapitalmarktes[70]). Die von den Banken gestützten Pfandbriefe dagegen haben nicht die durch das tatsächliche Angebot und die tatsäch-

[69]) Geschäftsbericht der Preußischen Pfandbriefbank für 1926 (S. 6).
[70]) Frkft. Ztg. Nr. 270 vom 13. 4. 26.

liche Nachfrage aus dem Publikum erzielten Kurse; diese werden vielmehr von den Banken „reguliert". Bei den niedriger verzinslichen Goldpfandbriefen konnte sich die Menge des Materials, das Angebot und die Nachfrage voll auf den Kurs auswirken; das hatte im Jahre 1925 zu größeren Verlusten geführt, so daß die Kurse am Ende des Jahres meist tiefer standen als am Beginne desselben. Die Anfang 1926 einsetzende Nachfrage nach allen Arten von Goldpfandbriefen ließ für diese Werte eine größere Gewinnmöglichkeit ersehen, weshalb sie von der Spekulation in größeren Posten aus dem Markte genommen wurden[71]);dies führte zu weiteren Kurssteigerungen. Die unter Pari stehenden Pfandbriefe haben an sich stärkere Aussicht auf Kurssteigerung bei einer eintretenden Besserung der Konjunktur. Durch die stark im Sinken begriffenen Sätze auf dem Geldmarkte erhoffte man auch eine Senkung der Pfandbriefnominalzinsen. Dadurch glaubte man dann ein Steigen dieser neuen Haupttypen auf den Parikurs erwarten zu können; hierdurch wären sehr große Gewinne erzielt worden. Die Hoffnung, den 6%igen oder gar 5%igen Pfandbrieftyp als Normaltyp zu sehen, hat sich allerdings nicht erfüllt, aber trotzdem wiesen diese Papiere sehr starke Steigerungen auf; sie übertrafen die Kurserhöhungen aller anderen Arten von Goldpfandbriefen ganz beträchtlich.

Die geringsten Kurserhöhungen weisen die 10%igen Goldpfandbriefe auf (etwa 8 bis 11%). Sie hatten meist schon Ende Januar und anfangs Februar den Paristand erreicht und überschritten. Bei diesen Pfandbriefen zeigte sich ein großer Unterschied in der Bewertung zwischen den norddeutschen und den bayerischen Instituten. Während nämlich die Kurse für die ersteren im April bis auf 108 und 110% stiegen, konnten die letzteren den Kursstand von 102 bis 103 nicht (oder nur in ganz vereinzelten Fällen) übersteigen. Der Grund für diese unterschiedliche Bewertung liegt in der verschiedenen Kündigungsmöglichkeit. Da letztere bei den süddeutschen Banken schon in den Jahren 1926 und 1927 gegeben war[72]), konnte bei diesen ein Kurs über 100% leicht zu Verlusten führen; denn bei einer Kündigung erfolgt die Einlösung zu Pari. (Siehe auch S. 686.)

Die 8%igen Goldpfandbriefe hatten zu Anfang des Jahres einen Kursstand von ungefähr 84 bis 85% inne. Dieser konnte in den nächsten Monaten ziemlich rasch bis auf 100% gesteigert werden. Damit war die Möglichkeit zur vollständigen Aufgabe des 10%igen Pfandbrieftyps gegeben. Neuauflagen in solchen Papieren sind dann auch nahezu nicht mehr vorgenommen worden[73]). Denn in der Zeit, in der an der Verbilligung des Realkredites mit allen Mitteln gearbeitet wurde, war die Ausgabe so hochverzinslicher Pfandbriefe nicht mehr zu rechtfertigen. Der einzige Grund zur Berechtigung dieser Pfandbriefart war durch die Steigerungen der 8%igen Pfandbriefe weggefallen, das Disagio. Der 8%ige Typ hatte schon Ende 1925 den 10%igen etwas zurückgedrängt; nunmehr erfolgten fast nur noch solche Emissionen, so daß schon bald die 8%igen Goldpfandbriefe ein Mehrfaches derjenigen zu 10% ausmachten.

---

[71]) Frkft. Ztg. Nr. 270 vom 13. 4. 26.

[72]) Im Mai 1926 wurde von der Bay. Vereinsbank eine ganze Serie 10%iger Pfandbriefe mit einmon. Frist gekündigt (Frkft. Ztg. Nr. 270 vom 13. 4. 26). — Die Bayer. Bodenkreditanstalt Würzburg kündigte eine ganze Serie zum 1. Jan. 1927 im Nov. 1926 (Gesch.-Ber. 1926).

[73]) Frkft. Ztg. Nr. 98 vom 6. 2. 26.

Die Bonifikationssätze konnten infolge der günstigen Marktlage ebenfalls weiter ermäßigt werden, was wieder den Hypothekenschuldnern zu gute kam. Denn die „Geldbeschaffungskosten" waren nunmehr ganz bedeutend verringert. Im Zusammenhang mit den Steigerungen der Pfandbriefkurse und der damit erfolgten Ermäßigung des Disagios bedeutete dies eine wesentliche Erleichterung der Darlehensbedingungen.

Gegen Ende April erfolgte auf allen Gebieten des Pfandbriefmarktes ein starker Rückschlag. Dieser mußte nach den ständigen Steigerungen des ersten Vierteljahres besonders empfindlich wirken. Da er ohne Zusammenhang mit der Bewegung des Aktienmarktes erfolgte, war die Wirkung umso allgemeiner. Auf dem Aktienmarkte dauerte die feste Stimmung um diese Zeit noch unvermindert an. Erst später erfolgte hier ebenfalls ein Rückgang. Die günstige Entwicklung der Aktienkurse veranlaßte einen Teil der Pfandbriefbesitzer, diese abzugeben und sich die Gewinnmöglichkeiten jenes Marktes zu sichern. Hierdurch wurde die Nachfrage geschwächt und besonders das Angebot verstärkt. Ferner wurde der Kapitalmarkt durch verschiedene andere sehr große festverzinsliche Emissionen stark in Anspruch genommen[74]). (Junge Aktien, Industrieobligationen, Gemeindeanleihen, Postschätze usw.) Da die Nachfrage der öffentlichen Stellen nunmehr dem Ende entgegenging und von dieser Seite nur noch wenige Papiere abgerufen wurden, fiel ein Haupt-Großabnehmer weg. Damit im Zusammenhang erlahmte das Interesse des privaten Kapitals für die Pfandbriefe. Vorerst blieb nur wieder das immer noch geringe echte Sparkapital. Es zeigte sich jetzt, daß die Befürchtungen wegen des spekulativen Erwerbes von großen Posten Pfandbriefe berechtigt waren[75]). Denn es kam jetzt viel Material an den Markt, das erst vor kurzem angekauft worden war. Starke Kurserhöhungen waren an sich für die nächste Zeit nicht mehr zu erwarten; der Haupttyp (8%) hatte den Paristand erreicht und teilweise sogar etwas überschritten. Da aber die Bewegungen der Pfandbriefkurse über Pari nach aufwärts ziemlich träge zu sein pflegen, so wurden die von der Spekulation übernommenen Papiere nunmehr vielfach abgestoßen. Man begnügte sich mit dem bisher erzielten Kursgewinn. Die Aufnahmefähigkeit des Marktes war anscheinend überschätzt worden und die ausgegebenen Pfandbriefe konnten jetzt nicht mehr untergebracht werden, nachdem sich die Geldfülle gelegt hatte[76]).

Bei den anders verzinslichen Pfandbriefen war der gegenüber den wichtigsten, den 8%tigen Pfandbriefen als normal anzusehende Kursstand erreicht; ein Übergang zu einem niederer verzinslichen Typ als Normaltyp konnte damals nicht in Frage kommen. Dazu war die Lage wieder zu ungünstig geworden. Es lag also auch hier kein Grund für die Spekulation zum Festhalten der Pfandbriefe mehr vor. Auf diese Weise kam ganz erhebliches Angebot an den Markt, dem vorerst nicht mehr genügend Nachfrage gegenüberstand. Der Pfandbriefmarkt war jetzt als gesättigt anzusprechen (übrigens der gesamte Anleihemarkt).

Weiterhin ist zu bemerken, daß die Effektivverzinsung nunmehr den Sätzen des Geldmarktes ungefähr angeglichen war. Auch dieser Grund war für die Spekulation zum Abstoßen der Papiere maßgebend.

---

[74]) Frkft. Ztg. Nr. 569 vom 3. 8. 26 und Nr. 270 vom 13. 4. 26.
[75]) Frkft. Ztg. Nr. 569 vom 3. 8. 26 und Nr. 270 vom 13. 4. 26.
[76]) Frkft. Ztg. Nr. 115 vom 13. 2. 27.

Die Rückschläge auf dem Pfandbriefmarkte wirkten sich auf längere Zeit aus. Erst viel später konnten die Kurse von Ende März nach einer ganz langsamen Steigerung wieder erreicht werden. Wichtig ist jedoch die Feststellung, daß die Kurse nach den Rückgängen im April immer noch ganz wesentlich höher waren als im Januar des Jahres. (Durchschnitt für die 8%igen Goldpfandbriefe: 100%.) Im Mai war schon in Vorkriegszeiten ein Abgleiten der Kurse saisonüblich gewesen[77]). Dies zeigte sich auch 1926. Ursprünglich war der Pfandbriefmarkt hiervon im Jahre 1926 nicht direkt betroffen; er konnte im Gegenteil aus Aktienrealisationen noch Gewinne erzielen. Als aber im Juni der Geldbedarf immer stärker wurde, erfuhren auch die Pfandbriefkurse geringe Abschwächungen. Auch jetzt zeigten sich wieder die über und unter den Normalpfandbriefen liegenden Zinsfußtypen den Einflüssen der Marktlage in viel stärkerem Maße ausgesetzt wie die Normaltypen (ca. 7½—8½%) selbst. Besonders die nieder verzinslichen Goldpfandbriefe schwankten in der nächsten Zeit beständig, ohne indes größere Verluste oder Gewinne für ständig zu erzielen.

Die 10%igen Goldpfandbriefe konnten ihr Kursniveau ziemlich gut halten. Jedoch zeigten sich auch hier die Einflüsse von Angebot und Nachfrage, die zu stärkeren Schwankungen führten. Je nach der Kündigungsmöglichkeit war für diese Pfandbriefe noch für längere Zeit eine sehr schöne Verzinsung gewährleistet. Infolgedessen erhoben sich denn auch manche Kurse dieser Papiere weit über den Paristand (10%ige Centralboden-Goldpfandbriefe am 27. Juli 1926: 114%!). Der Unterschied zwischen den nord- und süddeutschen Instituten trat in dieser Zeit noch deutlicher als früher hervor. Die bayerischen 10%igen Pfandbriefe konnten sich zum Beispiel nur ganz wenig über 100% halten. Die immerhin noch starke Nachfrage nach den norddeutschen Papieren dieser Gattung war meist hervorgerufen durch Käufe zur vorübergehenden Anlage, die die noch weiter wegliegenden Kündigungsmöglichkeiten nicht zu fürchten brauchten. Auf diese Nachfrage ist wohl auch der zeitweise sehr hohe Kursstand zurückzuführen.

Nach den in den letzten Jahren gemachten Erfahrungen erübrigt es sich fast, festzustellen, daß die 8%igen Goldpfandbriefe (nunmehr auch die landschaftlichen) ihr Kursniveau wiederum sehr gut halten konnten. Die Ermäßigungen in der kritischen Zeit des Frühjahres hatten sich bei diesen Werten in durchaus sehr engen Grenzen gehalten. Bei den großen Instituten betrugen die Kurszurücksetzungen meist nur ca. 1%. Die ganze folgende Zeit blieben diese Kurse äußerst stabil und wurden nur sehr wenig verändert. (8%ige Preuß. Pfandbriefbank-Goldpfandbriefe: Mai bis August 99%, 8%ige Centralboden-Goldpfandbriefe: April bis Oktober 100%, zeitweise 100,50%, 7½%ige Bayer. Handelsbank-Goldpfandbriefe: März bis November 98%, usw.) Es kann kein Zweifel bestehen, daß diese Kurse nur durch starke Interventionspolitik der Ausgabebanken so gehalten werden konnten. Die Übernahme auch größerer Posten wird sich wohl oft nicht haben vermeiden lassen. Diese Annahme wird noch verstärkt durch die starken Schwankungen auf dem Markte der übrigen Goldpfandbriefe.

[77]) Wirtschaft und Statistik, Juni 1926.

Von Mitte August an machte sich wieder eine fühlbare, wenn auch nicht besonders starke Belebung des Pfandbriefabsatzes bemerkbar. Der seit Mai etwas angespannte Geldmarkt belebte sich wieder und die Sätze ließen etwas nach. Die Wirkung auf den Kapitalmarkt stellte sich schnell ein. Der Herbst 1926 brachte wie in den Vorjahren ein weiteres Anwachsen des Pfandbriefgeschäftes. Die Kurse der 8%igen Goldpfandbriefe konnten sich wieder alle über den Paristand erheben, soweit sie überhaupt darunter gesunken waren. In der Folgezeit machte sich eine besonders starke Steigerung der 6%igen Pfandbriefe bemerkbar. Diese hatten im Oktober Kurse nahe bei 90% inne; diese Höhe hatten sie schon längere Zeit hindurch gehalten, wenn auch unter Schwankungen. Ende Dezember wiesen die meisten dieser Pfandbriefe weit über 90% liegende Kurse auf, die sich dem Paristande stark näherten. (Im Jahre 1927 konnten sie diesen auch vorübergehend teilweise erreichen.) Bemerkenswert ist, daß durch diese neue Entwicklung die 6%igen Goldpfandbriefe der Preuß. Pfandbriefbank den anderen gleichen Pfandbriefen sich im Kurse annäherten. Angesichts der Rückzahlung im Jahre 1929 konnten diese Papiere zwar nicht weit unter Pari sinken, aber ein Überschreiten dieser Grenze wäre nicht gerechtfertigt gewesen; die Steigerung der anderen Pfandbriefe mit gleichem Zinsfuß brachte also diese Angleichung mit sich. — Diese Erhöhung der Kurse für die nieder verzinslichen Pfandbriefe steht im engen Zusammenhang mit der Senkung der Sätze auf dem Geldmarkte. Man erwartete eine Ermäßigung der Pfandbriefnominalzinsen. Für die neuausgegebenen Pfandbriefe wurde der 8%ige Typ bereits verlassen. 7%ige Goldpfandbriefe waren bereits von verschiedenen Banken angekündigt. Für diese erwartete man Kurse nahe an 100%. Infolgedessen erkannte man die 6%igen als im Kurse zu tief stehend und erwarb solche Papiere in der Hoffnung auf Steigerung deren Kurse. Wie gesagt, rechnete man mit einer weiteren Senkung der Geldsätze und erhoffte dann eine weitere Herabsetzung der Nominalzinsen bei den Goldpfandbriefen. Mit dieser wäre für die 6%igen Pfandbriefe der Kursstand von 100% wohl auch erreicht worden. Das angebotene Material war nicht besonders umfangreich, so daß die Kurse infolge der Nachfrage gesteigert werden konnten.

Bei der Feststellung dieser starken Steigerung der nieder verzinslichen Pfandbriefe ist darauf hinzuweisen, daß die Renditen der einzelnen Arten von Goldpfandbriefen starke Differenzen aufwiesen (ca. 5½% bei den 5%igen Pfandbriefen, 7—8% bei den 8- und 10%igen Goldpfandbriefen). Dies erklärt sich zum Teil daraus, daß bei den nieder verzinslichen mit einer längeren Laufzeit gerechnet werden mußte als bei den höher verzinslichen Goldpfandbriefen. Gerade die Laufzeit spielt aber bei der Errechnung der Rendite eine besondere, nicht zu unterschätzende Rolle. In den Vorkriegszeiten waren die Differenzen zwischen den einzelnen Renditen viel geringer als jetzt[78]). Einen gewissen Ausgleich schufen in dieser Hinsicht die verschiedenen Kurse für gleich hoch verzinsliche Goldpfandbriefe des gleichen Institutes, die aber zu verschiedenen Zeiten kündbar sind. Diese Unterschiede betrugen teilweise bis zu 3% und noch darüber. (Im Jahre 1927 erweiterte sich dieser Zwischenraum noch!)

[78]) Frankft. Ztg. Nr. 198 vom 16. 3. 27.

Die 8%igen Goldpfandbriefe konnten in den letzten Monaten des Jahres ihre Kurse nicht mehr wesentlich verbessern. Die eingetretenen Erhöhungen waren gering (meist nicht über 1%) gegenüber den Steigerungen der 6- und 7%igen Pfandbriefe (5—7%). Bei einem Teil der 8%-igen Pfandbriefe rückte die Zeit schon nahe, in der sie durch Kündigung aus dem Verkehre gezogen werden konnten[79]). Dies gab den Anlaß zu der oben erwähnten verschiedenen Notierung der verschiedenen Serien. Der Markt der 8%igen Goldpfandbriefe war in der Hauptsache nunmehr auf sich selbst angewiesen, da von den meisten Banken (wenigstens von den größeren) der Übergang zu niedriger verzinslichen Typen durchgeführt wurde. An Neuausgaben kamen dann nur noch Restbestände aus alten Serien in Frage. Zeitweise zeigte sich sogar Materialmangel, was im Hinblick auf die ungeheuere Menge der im Jahre 1926 zur Emission gebrachten 8%igen Pfandbriefe sehr bemerkenswert ist[80]).

Die 5%igen Pfandbriefe konnten ihren Kursstand zwar auf ca. 90% verbessern; jedoch war der Markt dieser Pfandbriefe nicht sehr belebt. Die sich bietende Rente war bei diesen Papieren viel zu gering, als daß sie einen Anreiz zum Kauf hätte geben können. Ein Übergang zu diesem Typ als Normaltyp wurde gar nicht in Erwägung gezogen. So waren die Geschäfte in solchen Pfandbriefen gering und mehr oder minder Zufallsgeschäfte.

Der im November und Dezember von vielen Banken vorgenommene Übergang zum 7%igen Pfandbrieftyp war vorauszusehen und durch die Verhältnisse des Kapitalmarktes wohl berechtigt. Das Disagio war nur sehr gering (7%ige Centralboden-Goldpf. schon Mitte Dezember 99,50%). Da der Hypothekenschuldner bei den auf Grund dieser Pfandbriefe ausgegebenen Hypotheken um 1% weniger Zinsen zu zahlen hatte und fast denselben Auszahlungskurs erhielt, war dieser Schritt eine neue Erleichterung für den Realkredit. Im Jahre 1927 erfolgte dann der Übergang zum 6%igen Pfandbrieftyp. Auch dieser konnte sich zunächst günstig entwickeln. Durch die Verhältnisse des weiteren Jahres 1927 fielen jedoch die Kurse bald stark zurück und veranlaßten sogar eine gewisse Rück bildung in der Nominalverzinsung der Pfandbriefe. Vorerst aber hielt die günstige Lage auf dem Pfandbriefmarkte noch unvermindert an.

Ein besonders merkwürdiges Verhalten zeigten im Herbst 1926 die 10%igen Goldpfandbriefe. Diese hatten nach den Steigerungen am Anfange des Jahres nur noch geringe Erhöhungen erreichen können. Aber von Ende Oktober ab zeigte sich bei ihnen eine plötzlich sehr stark abfallende Linie der Kursbewegung. Das war zu einer Zeit, als sich die anderen Pfandbriefe wieder erholen konnten. Den Grund für dieses Zurückfallen der höchstverzinslichen Pfandbriefe bildeten die Gerüchte über eine Konvertierung dieser Pfandbriefe[81]), die sich dann wenigstens zum Teil bestätigten. Auch Kündigungen von 10%igen Pfandbriefen der Bayerischen Vereinsbank zum 1. Oktober 1926 trugen zu dieser Verstimmung bei. Vorerst handelte es sich bei den Erörterungen wegen der Konvertierung nur um die landschaftlichen Pfandbriefe. Es besteht in dieser Hinsicht ein

[79]) Serie I der 8%igen Bay. Hyp.- und W.-Bank-Goldpfandbr.: kündbar ab 1. 10. 26 mit mindestens einmonatiger Frist (Gesch.-Ber. 1925, S. 20).

[80]) Frankft. Ztg. Nr. 904 vom 4. 12. 26.

[81]) Magazin der Wirtschaft II, Nr. 48, Dezember 1926.

wichtiger Unterschied zwischen den landschaftlichen Pfandbriefen und denjenigen der Hypothekenbanken. Letztere sind zum größten Teil eine gewisse Zeit lang unkündbar. Erstere können dann zur Heimzahlung aufgerufen werden, wenn die entsprechenden Hypotheken zurückbezahlt wurden. Auf dieser Bestimmung baute die Konvertierungsidee auf. Die Schuldner wurden veranlaßt, ihre Hypotheken zu kündigen. Dann wurden die entsprechenden 10%igen landschaftlichen Pfandbriefe zur Heimzahlung aufgerufen. Die Durchführung dieser Konvertierung fiel erst in das Jahr 1927, als die 7%igen Pfandbriefe den Paristand überschritten hatten; die Umwandlung erfolgte zu 100% in 7%ige Goldpfandbriefe[82]).

Die zu diesem Schritt notwendigen Verhandlungen wurden im Herbst 1926 gepflogen. Die Öffentlichkeit befürchtete, daß auch die 10%igen Pfandbriefe der Hypothekenbanken konvertiert werden sollten, weil die Reichsbank die Anregung zur Aufrollung dieser Frage gegeben hatte[83]). Die Folge war ein fast vollständiges Nachlassen der Nachfrage nach den 10%igen Goldpfandbriefen, so daß das nunmehr stärker angebotene Material die Kurse ziemlich drückte und sie der Parigrenze mehr oder weniger näherte.

Die Öffentlichkeit wandte sich von vornherein ganz entschieden gegen die Konvertierung der Hypothekenbank-Pfandbriefe. War bei den Landschaften durch versteckte Bestimmungen der Satzungen die Möglichkeit gegeben, Pfandbriefe ohne längere Kündigungsfrist aufzurufen[84]), so war dies bei den Pfandbriefen der Hypothekenbanken nicht der Fall. Hier war vielmehr die Unkündbarkeit für eine gewisse Zeit versprochen und den Papieren aufgedruckt. Ein Bruch dieses Versprechens hätte als Vertragsbruch angesprochen werden müssen. Es wurde ohne weiteres zugegeben, daß die Zinslasten sehr hoch waren; gleichzeitig wurde aber festgestellt, daß den Schuldnern seinerzeit die Aufnahme einer niedriger verzinslichen Hypothek freigestanden hatte. Allerdings wäre damit ein höheres Disagio verbunden gewesen. Eine Konvertierung hätte also gewissermaßen ein Geschenk an diejenigen bedeutet, die damals nur an die Gegenwart, nicht aber an die Zukunft gedacht hatten. Andererseits wären diejenigen stark geschädigt gewesen, die in der Zwischenzeit 10%ige Goldpfandbriefe erworben hatten, um sich in den Genuß der höheren Zinsen zu setzen; denn in den letzten Jahren hatten die 10%igen Pfandbriefe meist bedeutend höhere Kurse als die anderen Pfandbriefe. Eine derartige Maßnahme wie die Konvertierung hätte bestimmt den ganzen Realkreditmarkt schwer schädigen müssen; das in den Jahren 1924 bis 1926 nach den Ereignissen der Inflationszeit mühsam wieder erworbene Vertrauen wäre neuerdings untergraben worden. Bei einer weiteren Zinssenkung wäre dann wohl auch eine Konvertierung der 8%igen Pfandbriefe in Betracht gezogen worden[84]).

Schon allein die Diskussion der Konvertierungsfrage übte auf die Kurse der 10%igen Goldpfandbriefe einen sehr ungünstigen Einfluß aus und veranlaßte einen starken Kursrückgang. So sanken die 10%igen Goldpfandbriefe der Centralboden von 112 bis 113 im August auf 106 bis 107

[82]) Magazin der Wirtschaft III, Nr. 6/1927 und Rundschreiben der Pommerschen Generallandschaftsdirektion.

[83]) Magazin der Wirtschaft Nr. 48, Dezember 1926.

[84]) Frankft. Ztg. Nr. 103 vom 9. 2. 27 und Geschäftsber. fast aller Hypothekenbanken; insbesondere Bay. Handelsbank 1926, S. 8.

im Dezember; diejenigen der Bayerischen Bodenkreditanstalt Würzburg fielen von 106 auf ca. 101. Allerdings konnten sich auch manche 10%ige Pfandbriefe im Kurse behaupten; dies ist dann meistens auf Erklärungen der betreffenden Banken zurückzuführen (z. B. Preuß. Pfandbriefbank). Nachdem im Jahre 1927 die Gefahr beseitigt worden war und öffentlich bekannt gemacht wurde, daß eine Konvertierung nicht beabsichtigt sei, konnten sich die Kurse wieder etwas erholen. In diesem Jahre machte sich dann der Unterschied in der Kursbewertung der einzelnen Institute noch schärfer bemerkbar als früher; denn die Unkündbarkeit war bei den Pfandbriefen mancher Institute schon vorüber oder ging sehr bald zu Ende. In diesem Falle war aber mit einer baldigen Kündigung zu rechnen; denn die Banken mußten bestrebt sein, angesichts der inzwischen eingetretenen wesentlichen Senkung der Zinssätze den Hypothekenschuldnern möglichst bald Gelegenheit zur Erleichterung der Zinslasten zu geben. Dies konnte geschehen durch Rückzahlung der hochverzinslichen Hypotheken beim ersten möglichen Termin und durch Aufnahme einer neuen, niedriger verzinslichen Hypothek. Damit im Zusammenhange mußten auch hochverzinsliche Pfandbriefe aus dem Umlauf gezogen werden.

5. Das Jahr 1927.

Die Börsenlage gestaltete sich auch anfangs 1927 überaus günstig. Angeregt durch einen außerordentlich flüssigen Geldmarkt, zeigten die Aktienbörsen eine sehr feste Haltung. Diese Lage konnte bis Ende Februar anhalten. In dieser Zeit begann die Sicherheit in der Aufwärtsbewegung infolge einer zunehmenden Versteifung des Geldmarktes zu schwinden. Die Gründe für diese neue Geldmarktlage liegen in dem Abwandern von Kapital ins Ausland einerseits und in der Behinderung der Aufnahme von Auslandskrediten andererseits[85]). Auch die im Januar erfolgte Diskontermäßigung auf 5% hat zu dieser Entwicklung mit beigetragen. In den folgenden Monaten zeigten die Börsen ein uneinheitliches Bild, jedenfalls aber konnte von einer festen Haltung nicht mehr durchweg die Rede sein. Die schwierige Geldmarktlage veranlaßte im Mai eine Beschlußfassung der Banken (unter dem Einflusse der Reichsbank), die Reportgelder einzuschränken. Die Folge dieser Maßnahme war ein ungemein starker Kurssturz am 13. Mai 1927, dem sich ein weiterer am 23. Mai 1927 anschloß[86]). Die Kurse verloren teilweise bis zur Hälfte des bisherigen Niveaus. Von dieser Zeit an blieben die Bewegungen an den Aktienbörsen mäßig. Einige im Sommer eingetretene Besserungen konnten infolge des Fehlens der sog. zweiten Hand (des Publikums) nicht lange gehalten werden. Die Kurse konnten sich zwar vorübergehend von ihrem Tiefstande erholen; aber im Herbste trat eine weitere Verschlechterung der Börsenlage ein, die wiederum durch die Geldmarktlage verursacht wurde. Weiter trugen die ungünstigen Berichte aus der Wirtschaft zu der schlechten Bewertung der Industriewerte bei. So fielen die Kurse neuerdings heftig zurück. Ende Oktober 1927 war das Aktien-Kursniveau im großen und ganzen auf dem Stande von Anfang 1925 (!) angelangt[87]), ohne daß die Abwärtsbewegung aber ihren Tiefstand erreicht hatte.

---

[85]) Wirtschaft und Statistik, April 1927.
[86]) Wirtschaft und Statistik, Juni 1927.
[87]) Münchener Neueste Nachr. Nr. 295 vom 29. 10. 27.

Zu Anfang 1927 konnte auch der Markt der Goldpfandbriefe die Steigerungen vom Ende des Vorjahres fortsetzen. Die zunehmende Verflüssigung des Geldmarktes machte für den Kapitalmarkt erhebliche Mittel frei. Diese Kapitalien rührten her aus „Ersparnissen, unbeschäftigten Betriebsfonds und auch aus Anleihemitteln anderer Kreditnehmer“[88]), die diese Werte auf solche Weise anlegten. Diese günstige Lage des Kapitalmarktes veranlaßte eine sehr lebhafte Nachfrage nach Goldpfandbriefen; die Folge war eine starke Steigerung aller Kurse. Insbesondere zeigte sich viel Nachfrage nach den unter 8% verzinslichen Papieren. Denn bei den 8- und 10%igen Pfandbriefen bewirkte die gegebene Möglichkeit einer baldigen Kündigung eine gewisse Zurückhaltung im Neuerwerb. Das Interesse bei diesen Papieren konzentrierte sich fast ganz auf die neuesten Serien; diese hatten noch eine längere unkündbare Laufzeit vor sich und konnten sich im Kurse wesentlich über den Paristand erheben, während die älteren Serien diesem immer nahe blieben.

Die 7%igen Goldpfandbriefe konnten schon Anfang 1927 den Parikurs erreichen und überschreiten. Da die Geldfülle andauerte und der Reichsbankdiskontsatz im Einklang mit den Sätzen auf dem offenen Markte auf 5% herabgesetzt worden war, konnten auch die 6%igen Goldpfandbriefe sehr hohe Kurse erzielen und teilweise den Paristand erreichen. Hierdurch erschien der 6%ige Goldpfandbrief als der Nachfolger des 8%igen Typs als Normaltyp. Die meisten Hypothekenbanken brachten nunmehr neue Serien in erster Linie mit diesem Zinssatze heraus; die Ausgabe der 7%igen Pfandbriefe wurde bald wieder eingeschränkt, da die 6%igen Pfandbriefe sich der Parigrenze stark näherten. Für die Schuldner waren somit die auf Grund dieser Pfandbriefe aufgenommenen Hypotheken viel günstiger. Der Absatz dieser Pfandbriefe gestaltete sich im Januar 1927 stürmisch; vielfach konnte der Nachfrage nicht voll entsprochen werden. Bei den hochverzinslichen Goldpfandbriefen war der Markt in der Hauptsache auf sich selbst angewiesen; Neuausgaben erfolgten fast gar nicht mehr. Die Folge war bei den noch längere Zeit unkündbaren Serien eine sehr heftige Nachfrage, welche die Kurse weit über Pari trieb. Im Februar erreichten die neuesten Serien fast aller 8%igen Pfandbriefe Kurse über 106%, wenigstens bei den größeren Instituten. Das Angebot an Material war viel zu gering, so daß aus diesem Grunde weitere Steigerungen veranlaßt waren.

Der Übergang zum 6%igen Typ ging sehr glatt von statten; das Publikum gewöhnte sich bald an den neuen Zinsfuß. Es machte sich wieder eine alte Erfahrung geltend: es werden lieber unter Pari stehende Papiere gekauft, auch wenn ihr Nominalzinsfuß geringer ist. Zur Zahlung eines hohen Agios können sich namentlich die kleinen Sparer nur sehr schwer entschließen. So erklärt sich zum Teil die große Nachfrage nach den nieder verzinslichen Pfandbriefen.

Schon zu dieser Zeit aber fehlte es nicht an warnenden Stimmen, welche an dem Fortbestande dieser Konjunktur zweifelten. So schreibt die Frankfurter Zeitung am 21. Januar 1927 in Nr. 54: „Man bewegt sich gegenwärtig in einer Periode saisonüblicher Geldflüssigkeit und ist ständig auf dem undefinierbaren Grenzstreifen zwischen Kapital- und Geldmarkt. In all dem liegt ein gewisses Risiko für die Zukunft am ganzen Markt

[88]) Frankft. Ztg. Nr. 54 vom 21. 1. 27.

der Festverzinslichen." Die Skeptiker sollten recht behalten. Schon Ende Februar zeigte sich eine Ermüdung auf dem Pfandbriefmarkte. Den Grund für die Beendigung der günstigen Konjunktur bildete die Gestaltung des Kapitalmarktes im Februar 1927. Die Flüssigkeit desselben war im Januar von allen möglichen Seiten zur Unterbringung großer, verhältnismäßig nieder verzinslicher Anleihen benützt worden. Es konnte nicht ausbleiben, daß nunmehr eine Sättigung des Anleihemarktes eintrat. Vorerst konnte diese noch durch den starken Geldstrom verdeckt werden. Die Auflegung der RM. 500 Mill. 5%ige Reichsanleihe ließ jedoch von vornherein eine Verengung, wenn nicht vollständige Blockierung des Marktes befürchten[89]). Tatsächlich zeigte sich auch im Zusammenhang mit der Auflegung und Zeichnung dieser Anleihe Ende Februar und Anfang März ein plötzliches sehr starkes Nachlassen des Pfandbriefabsatzes. Es zeigte sich, daß der Übergang zum 5%igen Typ, der durch die Reichsanleihe angeregt werden sollte, nicht möglich war. Vielmehr führte die starke Beanspruchung des Kapitalmarktes zu Kurssenkungen fast auf dem gesamten Pfandbriefmarkte. Im ungünstigen Sinne wirkte weiter die zurückgegangene Nachfrage nach Pfandbriefen seitens der Sparkassen. Diese waren früher ein Hauptabnehmer gewesen, nunmehr gingen sie wieder (wie in Friedenszeiten) selbst zur Ausleihung von Hypotheken über. Außerdem hatten sie einen großen Teil ihrer Geldmittel in der neuen Reichsanleihe angelegt[90]). Wenn auch die Banken längere Zeit hindurch versuchten, die Pfandbriefkurse zu stützen, so konnten sie diese Maßnahmen angesichts der immer deutlicher zu Tage tretenden Übersättigung des Pfandbriefmarktes (und des gesamten Anlagemarktes) nicht mehr voll durchführen. Von März bis Mai gaben die Kurse langsam, aber beständig nach. Nur die hochverzinslichen Pfandbriefe konnten ihren hohen Kursstand noch lange Zeit halten; denn die Nachfrage richtete sich nunmehr wieder mehr nach diesen Papieren. Stützungen kamen hier nicht in Betracht; denn bei Kursen von 106—110% können die Hypothekenbanken namentlich in einer solchen Zeit Stützungen nicht verantworten. Durch einen solchen Schritt wären die Neuemissionen an niederer verzinslichen Pfandbriefen noch mehr eingeschnürt worden.

Die Sätze des Geldmarktes waren wieder gestiegen; somit war an eine weitere Senkung der Nominalzinsen für die Goldpfandbriefe nicht zu denken. Das Interesse wandte sich nunmehr wieder den höher verzinslichen Papieren zu. In den Neuemissionen zeigte sich dann gegen die Mitte des Jahres eine gewisse Tendenz zur Rückbildung in den Nominalzinsen: Der Verkauf der 6%igen Goldpfandbriefe wurde etwas eingeschränkt und der 7%ige Pfandbrief wieder mehr in den Vordergrund gerückt. Dieser entsprach den nunmehrigen Geldmarkt- und Kapitalmarktverhältnissen besser. (Im weiteren Verlaufe des Jahres mehrten sich dann die Stimmen, die sogar eine Wiedereinführung des 8%igen Pfandbriefes forderten.)

Aus den starken Verlusten auf dem Aktienmarkte im Mai 1927 konnte der Pfandbriefmarkt keinerlei Nutzen ziehen, wie es in früheren Zeiten bei ähnlichen Fällen oft gewesen war. Vielmehr wurden vielfach Pfandbriefe abgestoßen, um Mittel für die Stützung von Aktien-Engagements

[89]) Frankft. Ztg. Nr. 65 vom 26. 1. 27.
[90]) Wirtschaft und Statistik, Mai 1927.

zu beschaffen. Dieses nicht geringe Angebot drückte die ohnehin schon ermäßigten Kurse weiterhin. In den folgenden Monaten konnten sich die Aktienkurse wenigstens teilweise von den erlittenen Kurseinbußen erholen; allerdings waren diese ganz bedeutend größer gewesen als auf dem Pfandbriefmarkte. Die Pfandbriefkurse hingegen lagen den ganzen Sommer über äußerst flau. Die von den Banken neu emittierten Werte konnten nur zu immer mehr herabgesetzten Kursen untergebracht werden. Die 7%igen Goldpfandbriefe hatten im Oktober einen Kursstand von etwa 94—95% gegen 103% im Januar, die 6%igen standen ca 89—91% gegen fast 100%. (Durchschnittskurse.)

Einen sehr deutlichen Überblick über den Verlauf der Pfandbriefkurse gibt die am Schluß dieses Aufsatzes abgedruckte Tabelle II.

Am besten zeichnen die geschilderte Bewegung die Kurse der 6- und 7%igen Pfandbriefe ab. Die Stützungstätigkeit der Hypothekenbanken konnte den Marktverhältnissen natürlich nicht entgegenarbeiten. Die teilweise ganz eigene Bewegung[91]) der höher verzinslichen Goldpfandbriefe hat die oben bereits gekennzeichneten Gründe (Seite 698). Das in diesen Werten angebotene Material war nicht bedeutend und auch nicht drängend. Die Restbestände der Banken konnten gut abgesetzt werden[92]). Bei der Notwendigkeit zu Realisationen wurden immer zuerst die nieder verzinslichen Papiere abgestoßen, um die hohe Verzinsung der anderen Papiere nicht aufzugeben. Auch die Nachfrage des allerdings nur in geringem Maße vorhandenen Anlagekapitals richtete sich wieder mehr nach den hochverzinslichen Pfandbriefen.

Da die Pfandbriefkurse ihre sinkende Tendenz im Sommer 1927 beibehielten und im Herbst noch verstärkten, suchten die Realkreditinstitute nach Mitteln und Wegen, um die außerordentlich ungünstige Lage des Pfandbriefmarktes zu ändern. Hierbei wurden vor allem zwei Wege ins Auge gefaßt[93]):

Es wurden Verhandlungen zwischen den beteiligten Anstalten gepflogen (besonders Hypothekenbanken und Landschaften), ob die Wiedereinführung des 8%igen Pfandbrieftyps zu befürworten sei. Man beschloß jedoch, zu dieser Möglichkeit vorerst nicht zu greifen, wenigstens nicht allgemein. Den Grund für diesen Vorschlag hatte die Tatsache gegeben, daß während des bisherigen Verlaufes des Jahres die Nachfrage nach diesen Werten immer noch die beste gewesen war; die Banken hatten die Restbestände aus alten Serien noch gut unterbringen können. Ein allgemeiner Übergang zu diesem Typ wurde aber deshalb nicht beschlossen, weil eine vorübergehende schlechte Lage des Pfandbriefmarktes nicht die Ursache sein sollte für eine längere Zeit dauernde Zinserhöhung; die Emission neuer 8%iger Goldpfandbriefe hätte aber dies verursacht. Ein Druckmittel für die Einhaltung gibt es aber nicht. Ferner ist in manchen Gegenden die Rückkehr zu diesem höher verzinslichen Typ nicht zu umgehen gewesen, weil dort die allgemeine Zinslage höher war (Rheinland, Pfalz). Infolgedessen sind mehrere Hypothekenbanken zum 8%igen Pfandbrief zurückgekehrt, in erster Linie mittel- und westdeutsche Institute.

---

[91]) Wirtschaft und Statistik, Mai 1927.
[92]) Frankft. Ztg. Nr. 741 vom 5. 10. 1927.
[93]) Frankft. Ztg. Nr. 741 vom 5. 10. 1927.

Aber auch diese Nominalzinserhöhung und die damit verbundene geringe Hebung des Absatzes kann über den tieferen Grund der Depression auf dem gesamten Anlagemarkte nicht hinweghelfen, nämlich über die geringe Bildung von Sparkapital. Nur durch stärkere Kapitalbildung ist auf die Dauer eine größere Nachfrage nach Pfandbriefen möglich. Der Anreiz zum Kauf von höher verzinslichen Papieren kann nur schon vorhandene Kapitalien von anderen Marktgebieten auf den Pfandbriefmarkt ablenken; hierdurch wird aber ein anderer Wirtschaftszweig wohl seinerseits von Kapital entblößt. Auch die psychologische Wirkung (mehr Spartätigkeit wegen der höheren Zinsen) darf nicht überschätzt werden.

Als zweiter Weg zur Überbrückung der Depression wurde eine Erhöhung der Bonifikationssätze gewählt. Die Verkaufsvergütungen wurden in der Regel um ½ bis 1½% erhöht und betrugen dann etwa 1½ bis 3%. Auch hier ist das gleiche zu sagen wie oben. Es kann nur die Heranziehung anderweitig verwendeten Kapitals in Frage kommen, wenn die Vertriebsstellen wegen der höheren Bonifikationen eine größere und intensivere Werbetätigkeit entfalten.

Als dritter Weg kommt schließlich noch die Begebung von Pfandbriefen im Auslande in Frage. Diese kann jedoch dem innerdeutschen Pfandbriefmarkte kaum eine Anregung bringen. Während des Jahres 1927 wurden von verschiedenen Realkreditinstituten größere Summen Pfandbriefe im Auslande untergebracht (Rentenbank-Kreditanstalt, Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank u. a.). Den inneren Pfandbriefmarkt haben aber diese Emissionen nicht beeinflußt, wie auch nicht anders zu erwarten war.

Die Wiederaufrichtung des deutschen Pfandbriefmarktes ist im Interesse unseres Realkredites eines der wichtigsten Probleme der jetzigen Zeit. Mit ausländischer Hilfe allein kann nicht geholfen sein. Nur durch vermehrte Spartätigkeit kann hier ein Erfolg gezeitigt werden. Die vorgenannten Wege bieten vielleicht einen wenn auch geringen Anreiz zu dieser. Jedenfalls muß an der Lösung des Problems mit allen Kräften gearbeitet werden. Es bleibt abzuwarten, ob die Aufrufe des „Weltspartages“ am 31. Oktober 1927 in dieser Hinsicht einen Anstoß gegeben haben.

6. Die Kursentwicklung der Landeskulturrenten-Goldbriefe im Vergleich zu den Pfandbriefen.

Neben den Hypothekenbanken und Landschaften sind für den Realkredit noch die staatlichen und halbstaatlichen Institute wichtig, welche ebenfalls ihr Kapital durch Ausgabe von Schuldverschreibungen beziehen. Die Kursbewegung dieser Obligationen im Vergleich mit derjenigen der Hypothekenpfandbriefe ist sehr interessant.

Es ist vorauszuschicken, daß diese Papiere in der Sicherheit ebenso fundiert sind wie die Goldpfandbriefe der Hypothekenbanken, evtl. wie deren Kommunalschuldverschreibungen (wenn es sich um Papiere handelt, die gegen Darlehen an öffentliche Körper begeben sind[94]). Trotzdem liegen diese Werte im Kurse oft wesentlich tiefer als die entsprechenden Werte der Hypothekenbanken. Dies machte sich schon in der ersten Nachkriegszeit bemerkbar und ist seitdem immer geblieben. Vor dem Kriege war diese Differenz bedeutend geringer gewesen. Die Ursache dieser minder

[94]) Gesch.-Ber. der Bayer. Landeskulturrentenstelle für 1920/21 (S. 5).

hohen Bewertung liegt in der Natur dieser Papiere als Staatspapiere begründet[94]). Diese haben aber seit dem Kriege und noch mehr seit der Geldentwertung das Vertrauen des Publikums in hohem Maße verloren und bisher nicht in dem wünschenswerten Maße wiedergewinnen können. Anders ist diese Tatsache nicht zu erklären.

Die Landeskulturrentengoldbriefe unterlagen in den Jahren seit 1924 viel größeren Schwankungen als die Hypothekenpfandbriefe. Um den Unterschied in der Kursbewegung aufzuzeigen, seien die Kurse der 8%igen Bayer. Landeskulturrenten-Goldbriefe mit denen der 8%igen Bayer. Hypotheken- und Wechsel-Bank-Goldpfandbriefe verglichen[95]). (Bei diesen Pfandbriefen handelt es sich um Papiere, die als Typus für gut gestützte Goldpfandbriefe angesehen werden können.)

Die Emission der beiden Wertpapiergattungen erfolgte im Laufe des zweiten Halbjahres 1924; die ersten Notierungen an der Münchener Börse fanden im Herbst 1924 statt. Der Einführungskurs für die Landeskulturrentengoldbriefe (LKGB.) betrug 80%, derjenige der Goldpfandbriefe der genannten Bank 84%. Schon in den ersten Tagen erwies sich der Kurs der ersteren als zu hoch und ging rasch auf 76% zurück; die Pfandbriefe konnten sich jedoch gut auf ihrem Stande halten. In der Bewertung der beiden Papiere zeigte sich also eine Differenz von 8%. Zur Veranschaulichung der Kursentwicklung folgt eine Tabelle für die Jahre 1924—1927:

		8 prozentige Bayer. L. K. G. B.	8 prozentige Bayer. Hyp.- u. W.B.-G.Pf.	Differenz
1924.	17. November	76	84	8,—
	29. Dezember	76	84,50	8,50
1925.	6. Februar	80,30	86	5,70
	5. Juni	75,20	84,50	9,30
	11. September	70	84,50	14,50
	6. November	72	84,50	12,50
	31. Dezember	71	84,50	13,50
1926.	2. Februar	80	85,50	5,50
	2. März	86,75	94	7,25
	6. April	94,50	100,50	6.—
	4. Mai	93	100	7,—
	3. August	96	101	5,—
	7. Dezember	99,30	101,50	2,20
1927.	4. Januar	99,50	102,50[a])	3,—
	22. Februar	102,90	107	4,10
	17. Mai	100,70	107	6,30
	20. September	98,10	103,50	5,40
	31. Oktober	95,70	102,50	6,80

[a]) Zum Jahre 1927 ist zu bemerken, daß eine Kursstützung für die Pfandbriefe nicht in Frage kommt; diese konnten vielmehr ihren hohen Stand aus eigener Kraft halten. Es handelt sich bei diesen Kursen um die am spätesten kündbare Serie, die infolge dieses Anreizes einen besonders hohen Kurs aufweist.

In der folgenden Zeit machte sich die kursregulierende Tätigkeit der Bank besonders bemerkbar. (Es sei ausdrücklich betont, daß es sich hier-

[94]) Gesch.-Ber. der Bayer. Landeskulturrentenstelle für 1920/21 (S. 5).
[95]) Nach dem amtlichen Kursblatt der Münchener Börse.

bei nicht etwa um einen Ausnahmefall handelt; alle größeren Hypothekenbanken behandeln die Kurse ihrer Pfandbriefe mit derselben Sorgfalt.) Bei der Landeskulturrentenstelle wurde diese Kursstützung durch die Bayerische Staatsbank besorgt[96]). Da dieser zu diesem Zweck nicht die gleichen Mittel wie den Hypothekenbanken zur Verfügung stehen, war eine so starke Stützung wie bei diesen nicht möglich. Hierdurch zeigten die LKGB. eine viel stärkere Anlehnung der Kurse an die Marktlage als die Pfandbriefe der Hypothekenbanken, besonders die stark gestützten Normalpfandbriefe (in diesem Falle die 8%igen). Dies machte sich dadurch bemerkbar, daß in Zeiten des lebhaften Pfandbriefabsatzes die Differenz zwischen den beiden Kursen geringer wurde, während sie bei schlechter Marktlage und stockendem Absatz sich verbreiterte; denn die LKGB. reagierten auf die Einflüsse von außen viel stärker als die Hypothekenpfandbriefe. So war der Zwischenraum zwischen den beiden zum Vergleich stehenden Kursen im März 1925, dem Höhepunkte dieses Jahres 5,60%. Als sich im Sommer desselben Jahres infolge der Geldschwierigkeiten der Absatz äußerst schleppend gestaltete, stieg der Unterschied auf über 10%, sogar auf 14½% im September und Oktober. Diese großen Zwischenräume sind aber einzig durch die Abwärtsbewegungen der LKGB. entstanden, da die Pfandbriefe in dieser ganzen Zeit den Kurs von 84½% durchhielten. Gerade in dieser Zeit zeigte sich mit Sicherheit die intervenierende Tätigkeit der Hypothekenbanken. Allerdings machte sich eine Verstärkung der Angebotseite bei den LKGB. dadurch bemerkbar, daß die Landeskulturrentenanstalt die Darlehen durch Hingabe von Goldbriefen an die Darlehensnehmer auszahlt. Hierdurch entstand ein starkes Angebot, das natürlich in dieser Zeit der geringen Nachfrage besonders schwer auf die Kurse drückte. Dieser niedere Kursstand der LKGB. spiegelt aber die schlechte Marktlage dieser Zeit deutlich wider, während die Pfandbriefkurse gleich blieben. Eine gewisse Ähnlichkeit mit den LKGB. zeigen ja die nieder verzinslichen Goldhypothekenpfandbriefe, die ebenfalls im Kurse stark nachgeben mußten, da sie von den Emissionsbanken nicht gestützt wurden (mindestens nicht in demselben Maße wie die Haupttypen).

Durch die Besserung der Nachfrage im Herbst 1925 konnte sich die Spannung wieder etwas ermäßigen. Diese Tendenz setzte sich im Jahre 1926 in starkem Maße fort. Durch die außergewöhnlich günstige Marktlage konnten alle festverzinslichen Wertpapiere ihr Kursniveau erhöhen. Anfangs 1926 hatte sich die Differenz zwischen den beiden Vergleichswerten auf 5—6% verringert. Da die Pfandbriefe in den ersten Monaten ihre Kurse ebenso wie die LKGB. stark erhöhen konnten, trat keine weitere Verringerung der Spannung ein. Der Kurssturz im April brachte eine Ausbuchtung, weil die LKGB. wiederum viel stärker reagierten. Im weiteren Verlaufe des Jahres 1926 wurde die Spannung zwischen den Goldpfandbriefen und den LKGB. immer geringer. Es zeigte sich eine starke Nachfrage nach allen nieder stehenden hochverzinslichen Werten, von der die LKGB. besonders gewinnen konnten. So verringerte sich die Differenz zwischen den beiden Kursen Ende 1926 bis auf ca. 2—3%. Hierzu hatten auch die Goldpfandbriefe beigetragen. Diese konnten nämlich in den letzten Monaten des Jahres ihren Stand nicht mehr wesentlich erhöhen; einmal sind die Bewegungen über Pari nach aufwärts an sich nicht mehr

[96]) Gesch.-Ber. 1925 der Bayer. Landeskulturrentenstelle (S. 7).

so lebhaft, andererseits aber herrschte nunmehr eine besonders große Nachfrage nach den unter Pari notierenden Werten, besonders den 6%igen Pfandbriefen. Diese konnten ihren Kursstand mehr verbessern (s. S. 694).

Im Jahre 1927 zeigte sich wieder die viel schnellere Anpassung der LKGB. an die Marktlage. Die Differenz zwischen den 8%igen Goldpfandbriefen der Bayer. Hypotheken- und Wechsel-Bank und den LKGB. betrug am Anfange des Jahres ca. 3%; diese Spannung blieb auch in der Zeit der Kurssteigerungen im Januar und Februar 1927 ziemlich konstant. Der Tendenzumschwung machte sich bei den LKGB. viel eher geltend als bei den Pfandbriefen. Schon anfangs März betrug die Spannung wieder ca. 6—7%. Da die Pfandbriefe infolge des Überganges zu niedrigeren Typen nicht mehr gestützt waren, ist dies aus der Einstellung des Publikums zu erklären. Dieses hatte mehr Interesse für die Pfandbriefe als für die LKGB. Auf diese Weise konnten die ersteren ihre hohen Kurse noch längere Zeit hindurch halten. In den Monaten Juni bis Oktober zeigten die Pfandbriefe ständig weichende Kurse; so mußte sich die Differenz verringern. Die LKGB. standen etwas unter Pari, trotzdem sie mit 8% verzinslich waren. Die Pfandbriefe lagen im Kurse im Mai noch hoch über 100%. Durch die schlechte Marktlage mußte ein gewisser Ausgleich geschaffen werden; der hohe Stand der Pfandbriefe konnte sich nicht halten. Andererseits konnten die LKGB. nicht weit unter die Parigrenze sinken, da sie gut gesichert waren und eine hohe Verzinsung (Nominal- und Realverzinsung) boten. So konnte sich die Spannung zwischen den beiden Werten auf ca. 5% verringern.

Bei den neu emittierten 6%igen Typen der beiden Institute zeigte sich in der Bewertung der beiden Gattungen die gleiche Bewegung wie in den Vorjahren bei den 8%igen Papieren. In der Zeit der günstigen Marktlage war die Differenz zwischen den beiden Kursen geringer (etwa 3,5% im März) als in der Zeit der Depression (5—7% im September). Hier zeigte sich wieder der Einfluß der Stützungsaktionen der Hypothekenbanken.

Aus den gegebenen Vergleichen geht sehr deutlich hervor, daß die LKGB. den Schwankungen der Marktlage sich viel genauer anpassen, als die Hypothekenpfandbriefe. Sie zeigen demnach die eigentliche Konjunktur des Anlagemarktes in Umrissen, während die Pfandbriefe die Tiefpunkte der Kurven durch die Stützungstätigkeit der Banken zu überbrücken suchen. Allerdings ist noch zu bemerken, daß auf die LKGB. auch noch andere Einflüsse sich geltend machen, wie z. B. die Ausgabe-Methode, die Nachfrage wegen Rückzahlungen und schließlich auch die Eigenschaft als Staatspapiere.

Der Markt der Vorkriegspfandbriefe und der Liquidations-Goldpfandbriefe.

1. Die Kursentwicklung der „Vorkriegspfandbriefe".

Zu Beginn des Jahres 1924 war die börsenmäßige Bewertung der alten, auf Papiermark ausgestellten Pfandbriefe sehr gering. Im Zusammenhange mit den Gerüchten über die Aufwertung derselben (u. a. Stichtag wegen „Altbesitzes" usw.) ergaben sich Mißstände, die zur Einstellung der Kurs-

notiz führten. Erst gegen Ende des Jahres wurde die amtliche Notierung dieser Werte wieder aufgenommen. Hierbei wurden aber nur die vor dem 1. Januar 1918 ausgegebenen Pfandbriefe in die Notiz aufgenommen. Alle Pfandbriefe eines Institutes wurden in einem Posten notiert, gleichgültig welchen Zinssatz sie hatten. Zinsberechnung kam nicht in Frage. Gekündigte und verloste Pfandbriefe waren gleich den anderen lieferbar[1]). Diese Bestimmungen waren eine Folge der Aufwertungsregelung durch die III. Steuernotverordnung.

Die vor dem 1. Januar 1918 ausgegebenen Pfandbriefe erhielten im Börsenverkehr bald den Namen „Vorkriegspfandbriefe", der sich im allgemeinen schnell einbürgerte. An sich ist diese Bezeichnung nicht richtig, da auch die während des Krieges emittierten Pfandbriefe unter diese Gruppe zu stehen kommen. Um Verwechslungen zu vermeiden, soll der Ausdruck jedoch auch hier beibehalten werden. (Im amtlichen Kursblatt erscheint diese Bezeichnung natürlich nicht!)

Die Kursentwicklung dieser Vorkriegspfandbriefe zeigt gegenüber den anderen Börsenmärkten ein ziemlich selbständiges Bild. Die Erwägungen über Rendite bezw. Rentabilität fielen hier vollständig fort. Der Kurs richtete sich vielmehr nach der erwarteten „Aufwertungsquote". Infolgedessen trug dieses Marktgebiet mehr als irgend ein anderes den Stempel der Spekulation. Schon auf bloße Gerüchte hin ergab sich oft für die eine oder andere Gattung ein besserer oder schlechterer Kurs (nach Mitteilungen von Börsenvertretern und Bankpraktikern). Je nach der jeweiligen Meinung zeigten sich manchmal täglich Schwankungen in der börsenmäßigen Bewertung dieser Werte. Da im Jahre 1924 über die Teilungsmassen noch nichts bekannt war, waren diese ganzen Bewegungen auf Vermutungen und Gerüchten aufgebaut. Besonders wichtig ist die Beobachtung, daß sich schon bald ein Unterschied in der Bewertung der Vorkriegspfandbriefe der verschiedenen Institute bemerkbar machte. (Ende 1924: B. Hypoth.- und W.-Bk.: 5,35%, Südd. Bodenkreditbank: 4%.)

Im Jahre 1925 wurden die Bewegungen dieses Marktes ebenso wie die Aktienmärkte und der Markt der Goldpfandbriefe durch die außerordentlich ungünstige Geldmarktlage beeinflußt. Wirklich für Effektenspekulation vorhandenes Kapital wandte sich vor allem dem Aktienmarkte zu, dessen Kursniveau als unterbewertet galt. Bei den Vorkriegspfandbriefen blieb immer noch eine große Unsicherheit und die Kurse konnten sich nur wenig bessern. Während des ganzen Jahres hielten sie sich auf ca 4—7% (des Papiermark-Nominalbetrages). Das Bekanntwerden des Entwurfes zum neuen Aufwertungsgesetz führte im Mai 1925 zu einem etwas größeren Interesse für die Vorkriegspfandbriefe[2]). Infolge der herrschenden Geldknappheit traten aber nur geringe und vorübergehende Kurserhöhungen ein.

Der Erlaß des endgültigen Aufwertungsgesetzes am 16. Juli 1925 hat merkwürdigerweise auf die Kurse der Vorkriegspfandbriefe gar keinen Eindruck hinterlassen. Da die Aufwertung der Hypotheken in diesem Gesetz gegen das bis dahin geltende Recht um 10% erhöht worden war (von 15 auf 25%), mußte sich die für die alten Pfandbriefe zur Verfügung

[1]) Bekanntmachung im amtlichen Kursblatt der Münchener Börse vom 31. Oktober 1924.

[2]) Börsenberichte der Bay. Hyp.- und W.-Bank 1925, Mai.

stehende Teilungsmasse nicht unwesentlich erhöhen. Da diese ausschließlich zur Ausschüttung an die Pfandbriefgläubiger bestimmt ist (mit Ausnahme des Verwaltungskostenbeitrages der Banken), kann aus dieser wohl ein Rückschluß gezogen werden. Es wäre also eine starke Steigerung in der Bewertung der Vorkriegspfandbriefe zu erwarten gewesen. Die Kurse der alten Pfandbriefe konnten aber keinen Gewinn erzielen; im Gegenteil traten sogar anfangs August 1925 Abschwächungen ein, die sich bis in die Mitte dieses Monats fortsetzten. Dieses Absinken der Kurse ist einerseits auf die etwas unübersichtliche Anordnung des Aufwertungsgesetzes zurückzuführen; es war nämlich nicht genau zu erkennen, wie weit die rückwirkende Aufwertung in Kraft treten konnte und Abwertungsanträge gestellt werden konnten. Diese beiden Punkte sind aber für die Gestaltung der Pfandbriefaufwertung von ausschlaggebender Bedeutung. Man wollte zunächst einmal die Durchführungsbestimmungen abwarten. Infolgedessen wandte sich die Spekulation diesem Marktgebiete nicht in stärkerem Maße als bisher zu, nachdem sie bisher nur Enttäuschungen erlebt hatte[3]). Ferner ist nicht zu übersehen, daß die Geldmarktlage dieser Zeit sehr ungünstig war.

Als gegen Ende des Jahres 1925 die Geldkrise überwunden war, konnten sich auch die Kurse der Vorkriegspfandbriefe etwas bessern; die Höchstkurse vom Anfange des Jahres konnten aber in diesem Jahre nicht wieder erreicht werden. Die Durchführungsbestimmungen zum Aufwertungsgesetz waren jetzt erlassen; erst jetzt konnte die Wirkung der rückwirkenden Aufwertung, der Abwertungsanträge usw. voll gewürdigt werden, wenn auch die praktische Auswirkung dieser Bestimmungen abgewartet werden mußte.

Im Jahre 1926 wurde die schon vorher gerüchtweise aufgetauchte Vermutung bestätigt, daß in den Teilungsmassen der Hypothekenbanken größere Aufwertungsquoten enthalten seien, als sich in den Kursen der Vorkriegspfandbriefe ausdrückte[4]). Die Bestätigung wurde durch die gemäß dem Aufwertungsgesetz erfolgten Veröffentlichungen der Teilungsmassen gebracht. Die Folge war ein starkes Anziehen der Vorkriegspfandbriefkurse. Die Veröffentlichungen erschienen meist erst längere Zeit nach dem Stichtage, so daß erst bis ungefähr Mitte des Jahres ein Bild über den Stand der Teilungsmassen per 31. Dezember 1925 gewonnen werden konnte. Die Kurse der Vorkriegspfandbriefe suchten sich den Verhältniszahlen zwischen der Teilungsmasse und den teilnahmeberechtigten Pfandbriefen der einzelnen Institute anzugleichen. Den Hauptanteil an dieser Angleichungstendenz hatte die Spekulation; diese erkannte bald, daß diese Werte unter ihrem inneren Werte bezahlt wurden und suchte sich möglichst einzudecken. Die auf diese Weise erzeugte Nachfrage war der äußere Grund für die Steigerungen. Die Kurserhöhungen setzten sich das ganze Jahr 1926 fort und führten im Dezember 1926 zu Kursen, die teilweise das dreifache derjenigen von Anfang des Jahres überschritten. Die Einflüsse der Berechnung der zu erwartenden Aufwertungsquoten war bei den Vorkriegspfandbriefen so groß, daß selbst in den Zeiten der Abschwächungen auf den anderen Marktgebieten (Mai—Juni) auf diesem

[3]) Magazin der Wirtschaft, I, Nr. 26, 6. August 1925.
[4]) Börsenbericht der Bay. Hyp.- und W.-Bank Januar 1926.

Marktgebiete fast keine Rückschläge eintraten. Nur ganz geringe und bald vorübergehende Kursermäßigungen stellten sich hier ein.

Gegen das Ende des Jahres nahmen die Kurssteigerungen ein größeres Ausmaß an. In diese Zeit fielen die ersten Veröffentlichungen über die Ausschüttungen einer ersten Quote von 4½%igen Liquidationsgoldpfandbriefen. Durch diese Bekanntmachungen, die auch Mitteilungen über den übrigen Teil der Teilungsmassen brachten, wurde die Richtigkeit der vorhergegangenen Berechnungen bestätigt. Teilweise stellte sich auch eine günstigere Lage der Teilungsmasse heraus, als erwartet worden war. Diese Tatsache konnte die Kurse dann weiter steigern[5]). Einzelne Kurse stiegen auf über 20%, nämlich diejenigen der Bayerischen Handelsbank und der Bayerischen Vereinsbank; diese beiden Banken verteilten als einzige in ganz Deutschland eine erstmalige Teilausschüttung von Liquidationsgoldpfandbriefen in Höhe von 20%. Die meisten übrigen Banken begnügten sich mit 10% vorläufiger Ausschüttung. Auch die Kurse der übrigen Vorkriegspfandbriefe konnten sich nachhaltig verbessern, wenn auch die absolute Kurshöhe dieser beiden Banken nicht (mit einziger Ausnahme der Hannoverschen Hypothekenbank) erreicht wurde.

Die Verhältniszahlen der Teilungsmassen zu den aufzuwertenden Pfandbriefen zeigen eine merkwürdige Unterschiedlichkeit zwischen den norddeutschen und den bayerischen Instituten. Das rechnerische Verhältnis betrug Ende 1926 bei den meisten der bayerischen Hypothekenbanken über 20%, ebenso auch bereits das schon endgültig festgesetzte. Bei den norddeutschen Banken dagegen schwankten die Verhältniszahlen zwischen etwa 14 und 18% (mit Ausnahme der Hannoverschen Hypothekenbank, welche infolge außergewöhnlicher Umstände eine besonders hohe Zahl aufweist[6]). Entsprechend diesen Zahlen haben sich dann die Kurse der Vorkriegspfandbriefe gestellt.

Der Grund für die erwähnten höheren Verhältniszahlen bei den bayerischen Hypothekenbanken ist nicht ganz klar zu ersehen. Die Hauptursache bildet wohl die im Jahre 1923 von mehreren dieser Banken gepflegte Übung, nicht fällige Hypotheken zur Rückzahlung mittels Pfandbriefen zuzulassen[7]), wobei oftmals der mehrfache Nennbetrag der Hypothek verlangt wurde. Nach dem Aufwertungsgesetz leben diese Hypotheken „kraft Rückwirkung" wieder auf und werden aufgewertet. Die seinerzeit abgelieferten Pfandbriefe dagegen sind wohl längst vernichtet und nehmen an der Aufwertung nicht teil. Dadurch ist die Zahl der aufwertungsberechtigten Pfandbriefe gegen die Zahl der aufzuwertenden Hypotheken geringer; dies führt zur Erhöhung der Verhältniszahl für die Teilungsmassen. Ein weiterer Grund ist dann wohl auch noch die Zusammensetzung der Hypothekenschuldner der bayerischen Institute. Unter diesen befinden sich viele landwirtschaftliche Grundstücke. Diese wurden aber auch in den Zeiten der Geldentwertung nicht so leicht veräußert wie städtische Objekte. Infolgedessen kommen hier die Fälle des Verlustes der Aufwertung wegen des Erwerbes durch einen gutgläubigen Dritten meist in Wegfall. Einen großen Einfluß auf die Gestaltung der Passivteilungsmasse übt auch die Summe derjenigen Pfandbriefe aus, die 1923

[5]) Münchener Neueste Nachr. vom 5. Dezember 1926.
[6]) Nach einer Tabelle der Kölnischen Volkszeitung Nr. 584 vom 10. 8. 27.
[7]) Gesch.-Ber. der Bay. Hyp.- und W.-Bk. 1923 (S. 7).

gekündigt wurden und tatsächlich zur Einlösung gekommen sind. (Ziffernmäßige Angaben über diesen Punkt sind leider nicht zu erhalten.)

Infolge der von den meisten Hypothekenbanken Ende 1926 und Anfang 1927 vorgenommenen Ausschüttung einer ersten Rate von Liquidationsgoldpfandbriefen ließ das Interesse für die Vorkriegspfandbriefe nach. Diese hatten jetzt durchweg Kurse erreicht, die nicht mehr steigerungsfähig waren; denn sie hatten sich den errechneten Ausschüttungsquoten der Teilungsmassen (einschließlich der Restbeträge) ziemlich genau angepaßt. So zeigte sich der Markt der Vorkriegspfandbriefe im Jahre 1927 vernachlässigt. Die Kurse hatten von Anfang des Jahres an nur noch geringe Schwankungen zu verzeichnen; beim Rückfallen der Kurse für die 4½%igen Liquidationsgoldpfandbriefe machte sich auch eine Rückwirkung auf die Vorkriegspfandbriefkurse bemerkbar. Nach dem Ablauf des Termins für den Umtausch der alten Pfandbriefe in die Liquidationspfandbriefe (mit „Restquotenanteilscheinen") haben dann die Hypothekenbanken meist die Streichung der Notiz für die Vorkriegspfandbriefe beantragt.

Die Nachfolgeschaft der Vorkriegspfandbriefe haben die sogenannten Restquotenscheine angetreten. Diese stellen Berechtigungsscheine zur Teilnahme an den weiteren Ausschüttungen von Aufwertungsquoten dar; sie sind jedoch gesondert von den Liquidationspfandbriefen verwertbar, wenn sie auch zugleich mit diesen ausgereicht wurden. Auf ihre Kursgestaltung wirken genau dieselben Momente ein, wie vordem auf die Vorkriegspfandbriefe: Die erwarteten restlichen Ausschüttungen und außerdem der Kursstand der Liquidationspfandbriefe[8]). Mit dem Sinken der Liquidationspfandbriefe im Jahre 1927 haben auch die Restquotenscheine erheblich von ihrem Kursniveau eingebüßt. Denn da die Ausschüttung der weiteren Quoten (von Ausnahmen abgesehen) wieder in Liquidationspfandbriefen erfolgen wird, ist für diese dann der gleiche Kurs zu erwarten wie für die bereits im Umlauf befindlichen. Hierdurch wird aber der Wert des Restquotenscheines in dem Maße herabgesetzt, in dem die 4½%igen Liquidationspfandbriefe unter 100% notieren.

2. Die Kursentwicklung der Liquidations-Goldpfandbriefe.

Die Kursentwicklung der 4½%igen Liquidationsgoldpfandbriefe im Jahre 1927 gestaltete sich nicht günstig. Von vornherein war für diese nieder verzinslichen Pfandbriefe kein günstiger Kursstand zu erwarten gewesen. Durch die Möglichkeit der Verwendung zu Hypothekenrückzahlungen erhoffte man sich jedoch eine selbsttätige Kursstützung infolge einer lebhaften Nachfrage[9]). Anfangs schien es auch, als ob sich diese Annahme bestätigen würde. Die Liquidationspfandbriefe hatten zu Anfang des Jahres Kurse von etwa 90% inne. Soweit sie im Januar schon notiert waren, hatten auch diese Papiere die Steigerungen der anderen Märkte mitgemacht. Angesichts der niederen Verzinsung und der ebenfalls sehr geringen Aussicht auf baldige Verlosung erschien dieser Kurs als sehr hoch. Er ist wohl auch nur auf vorübergehende Nachfrage wegen Hypothekenrückzahlung entstanden. Bei dem Ende Februar eintretenden lang-

[8]) Münch. Neueste Nachr. vom 5. 12. 26.

[9]) Bank-Archiv XXV, Nr. 22, Brink, „Liquidations- und Mobilisierungspfandbriefe".

samen Zurückweichen der Kurse der höher verzinslichen Pfandbriefe konnten auch diese Papiere ihren zu hohen Kursstand nicht halten und wichen ziemlich schnell zurück. Es ergaben sich jedoch stets Schwankungen, da die gedrückten Kurse immer wieder eine Nachfrage wegen Rückzahlungen brachten. Aber auch diese Nachfrage war nicht besonders groß und konnte die Kurse auf die Dauer nicht stützen. Von Hypothekenbankseite wurde scheinbar zur Stützung dieser Kurse nichts unternommen; das beweist die im Herbst 1927 vorgekommene Notiz „gestrichen Brief“[10]). Infolge der während des ganzen weiteren Jahres sehr schlechten Verfassung des Pfandbriefmarktes war es dann nicht weiter verwunderlich, wenn gerade diese Papiere vollständig vernachlässigt wurden. Die Anlage suchenden Gelder suchten die höchste Verzinsung heraus; unter dieser Tatsache hatten sogar die 6- und 7%igen Pfandbriefe zu leiden, umso mehr natürlich die 4½%igen! Der Kursstand dieser Pfandbriefe mußte beständig nachgeben. Die Kurseinbußen betrugen bei manchen Instituten 12% und darüber, wie die nachfolgende Tabelle zeigt.

1927	Bayer. Handelsb. 4½%	Bayer. H.-u. W.-B. 4½%	Centralbd. 4½%	Pr. Pfdbr.-B 4½%
4. Januar	86	—	—	—
1. Februar	91,50	91,80	—	—
5. April	86,90	87,50	87	87
7. Juni	83	81,80	83,10	82,75
6. September	80,75	80,25	77	76
31. Oktober	74,50	74,75	73,90	74,25

Da sich die Nachfrage nach den Liquidationspfandbriefen nach den Rückzahlungsabsichten für Aufwertungshypotheken richtet, war sie auch bei den einzelnen Instituten ganz ungleichmäßig. Hierdurch ergaben sich auch starke Schwankungen sowohl innerhalb der gleichen Bank zu verschiedenen Zeiten als auch in der Bewertung der Pfandbriefe verschiedener Institute zur gleichen Zeit. Bei der weiteren Verengung des Kapitalmarktes fielen die Kurse dieser Pfandbriefe immer weiter zurück; so war auch für die Liquidationspfandbriefe ganz wie für die übrigen Werte dieses Marktes eine schwache Haltung zu verzeichnen, die sich im Oktober noch verstärkte. Es scheint, daß in dieser Zeit auch für Hypothekenrückzahlungen keine Nachfrage mehr eintrat; dies ist allerdings in dieser Zeit der Geldnot verständlich. Man will nicht alte Hypotheken zurückzahlen, wenn man nicht weiß, ob neuer Realkredit erhältlich ist. Der niedere Zinssatz der Aufwertungshypotheken trug hierzu weiter bei.

Infolge des schlechten Kursstandes der Liquidationspfandbriefe wird der gute Ausfall der „Aufwertung“ der Hypothekenpfandbriefe wieder etwas geschmälert. Denn bei einer tatsächlich etwa vorkommenden Aufwertungsquote von 25% wird bei einem Kursstand von 75% für diese Pfandbriefe (wie er im Oktober 1927 war) der Kurswert so gedrückt, daß die Effektiv-Aufwertung nur etwa 19% beträgt. Dieser Aufwertungssatz von 25% wird aber nur für ganz wenige Institute in Frage kommen; bei

[10]) Amtlicher Münchener Kurs der 4½%igen Bayer. Boden-Kreditanstalt-Liqu.-Goldpf. am 25. Oktober 1927.

den meisten Hypothekenbanken wird sich die Aufwertung auf etwa 15 bis 20% nominal stellen. Nach dem Stande vom Oktober bedeutet das eine Effektivaufwertung von 11—15%. Allerdings ist zu bemerken, daß sich bei den anderen Aufwertungspapieren dieses Verhältnis noch wesentlich ungünstiger stellt. Bei den mit 12,5% aufgewerteten Reichsanleihen alten Besitzes beträgt die Effektivaufwertung nur etwa 6% (nach dem Stande vom Oktober 1927[11]). Noch schlimmer steht es um den sog. Reichsanleihe-Neubesitz, dessen Aufwertung sich effektiv nur auf etwa 0,30% stellt[12]). Bei den Industrieobligationen liegen die Dinge ähnlich ungünstig. Allerdings ist zu bemerken, daß diese Effektivaufwertung sich praktisch nur bemerkbar macht, wenn der Inhaber der Papiere zur Realisation derselben gezwungen ist. Falls er sie bis zur seinerzeitigen Rückzahlung durchhalten kann, erhält er die volle Nominalaufwertung auch tatsächlich ausbezahlt.

Es ist zu erwarten, daß sich die Kurse der Liquidationsgoldpfandbriefe wieder bessern, wenn die Lage des Kapitalmarktes erst wieder gebessert ist. Außerdem wird wohl das Herannahen der Rückzahlungsfristen für die Aufwertungshypotheken eine stärkere Nachfrage hervorrufen. Diese wird dann auch zu einer Erhöhung der jetzt sehr niederen Kurse beitragen.

Schluß.

Von Mitte des Jahres 1924 bis Anfang 1927 konnten sich die Kurse der deutschen Goldpfandbriefe im allgemeinen in recht günstiger Weise entwickeln. Der anfangs sehr niedere Kursstand erholte sich wesentlich. Damit im Zusammenhang steht eine Ermäßigung in den Nominalzinsen. Auch diese niedriger verzinslichen Pfandbrieftypen konnten sich gut entwickeln. Diese Bewegung ist ein Spiegelbild der allmählichen Konsolidierung der Verhältnisse auf dem deutschen Geld- und Kapitalmarkte (deren Sätze sich stets anzugleichen suchen). Bemerkenswert ist, daß in der gleichen Zeit auch die Aktienkurse eine beträchtliche Erhöhung ihres Kursniveaus aufweisen. Natürlich sind in diesen Jahren sowohl hier wie auch bei den Pfandbriefen Rückschläge zu verzeichnen gewesen, die mitunter auch größeren Umfang angenommen hatten. Aber in der großen Linie überwogen die Kurssteigerungen, und die Kurse von Anfang 1927 stellen die Höchskurse der ganzen Zeitspanne dar.

Seit Anfang des Jahres 1927 zeigte sich auf allen Effektenmärkten eine schwache Tendenz, die sich bis zum Herbst nicht ändern konnte. Der Unterschied in der Bewegung auf den Aktienmärkten und auf dem Pfandbriefmarkte ist nur, daß dort der Kursabstieg sprunghaft und unter lebhaften Schwankungen vor sich ging; bei den Pfandbriefen erfolgte der Abbau der Kurse schrittweise. Diese Haltung konnte sich das ganze Jahr 1927 nicht ändern (bis zum Herbst). Durch diese Rückentwicklung ist die ganze Aufwärtsbewegung einer langen Zeit verloren gegangen.

[11]) Nominalaufwertung 12,5%, Kurs im Oktober 1927 ca. 50%, demnach Effektivaufwertung etwa 6%.

[12]) Nominalaufwertung 2,5%, Kurs im Oktober 1927 ca. 12%, demnach Effektivaufwertung etwa 0,30%.

Zur Zeit (Anfang November 1927) sind die Aussichten für eine Besserung der schlechten Lage des Pfandbriefmarktes sehr gering. Die für die Anlage in Pfandbriefen zur Verfügung stehenden Mittel sind nur geringfügig. Eine Besserung ist hier nur zu erwarten durch eine vermehrte Bildung von Sparkapital. Diese hängt ihrerseits aber eng zusammen mit der gesamten Wirtschaftslage. Die Aussichten für eine Besserung derselben sind aber zur Zeit nicht günstig, so daß an eine wesentliche Besserung der Lage auf dem Pfandbriefmarkte für die nächste Zeit wohl kaum zu denken ist.

Tabelle I (zu Seite 44).

1926	Bay. Hyp. u. W.Bk.		Bayer. Vereinsbank			Preuß. Centralbd. Cr. A. G.			Preuß. Pfandbr. Bank			
	6%	8%	5%	8%	10%	5%	8%	10%	6%	8%	9%	10%
2. Januar . . .	73	84,50	64	84	94	61	84,50	99,50	84	—	90.50	96,75
2. Februar . .	77,25	85,50	70,25	85	98,60	67,50	87,50	103,50	—	—	90.50	100
2. März . . .	83	94	75	93,25	100,50	74,50	94	105	85	—	97	104
30. März . . .	94,50	100,50	88	100	102	88,75	100	109	—	99,50	103	108
27. April . . .	91	100	82,50	100	100	86 50	100	106,75	92	100	100	106
1. Juni	91,50	100	82	100	101	82,90	100	107,50	90,80	100	100	106
3. August . .	93	101	85	100	102,75	83	100	112,50	93,50	99	102,10	106,25
5. Oktober . .	91	101	86,75	101	100	83	100	106	93	100	101,75	105,75
2. November .	91	101	87	101	100	84,50	101	108,30	—	101,50	101,50	105,50
7. Dezember .	94,50	101,50	88,90	101,50	100,50	90	102,25	107,10	(96,25)	102	103,75	106,75
31. Dezember .	97	102,50	88,25	102	100,50	89,50	102,50	107,40	98,50	102	103,75	108

Tabelle II (zu Seite 54).

1927	Preuß. Centralbd. Cred. A. G.				Preuß. Pfandbriefbk.				Bayer. Handelsbank			Bayer. Hyp. u. W.-Bank		
	10%	8%	7%	6%	10%	8%	7%	6%	7½%	7%	5%	8%	7%	6%
4. Januar	108	104,50	99,50	—	108,50	102,50	98,50	97	100	—	92,50	102,50	—	97
22. Februar	111,75	106,25	103,90	99	108	106,50	103,50	100,50	103,75	102,75	96	107	103	99,50
17. Mai	112,80	102,50	102	98	106	102,50	102	98	103	101,50	93	107	101	98
20. September	109	101	98	93	104	101	96,50	93,50	101	97	85	103,50	97	92
31. Oktober	106	99,50	94	8	103,50	98,70	95	91	98	95	85	102,50	95	90

Kurse der Pfandbriefe der Bayerischen Hypotheken- und Wechsel-Bank und der Preußischen Central-Bodenkredit-A.-G. 1918 bis 1927[1]).

	Bayer. Hypotheken- und Wechsel-Bank-Pfandbriefe		Preuß. Central-Bodenkredit-A.-G.-Pfandbriefe	
	4%	3½%	4%	3½%
1918				
2. Januar	95,—	85,30	92,40	—
1. Februar	96,—	86,20	92,—	—
1. März	96,70	87,50	92,—	—
2. April	96,50	87,25	91,90	—
1. Mai	96,50	87,75	91,10	—
3. Juni	97,50	87,90	92,—	—
1. Juli	97,50	87,60	91,75	—
1. August	96,70	87,75	92,50	—
1. September	97,30	88,70	93,—	—
1. Oktober	99,—	90,—	94,—	—
4. November	100,—	90,25	95,—	—
2. Dezember	103,—	94,25	97,70	—
1919				
2. Januar	102,60	96,50	99,50[3])	—
1. Februar	101,—	94,—	97,60	—
1. März	102,—	95,25	98,60	—
1. April	103,—	95,25	99,75	—
2. Mai	102,75[2])	95,50[2])	100,80	—
2. Juni	103,—	95,—	101,40	—
1. Juli	103,—	95,—	102,—	—
1. August	97,50	92,—	97,—	—
1. September	100,—	93,—	95,90	85,50
1. Oktober	102,50	93,50	100,—	89,50
3. November	102,50	95,—	100,80	87,40
1. Dezember	98,—	89,—	97,75	82,—
1920				
2. Januar	100,—	91,—	98,50	80,25
2. Februar	106,—	96,—	104,—	91,50[4])
1. März	108,—	99,—	109,—	92,—
6. April	105,50	97,—	105,—	91,—
3. Mai	103,50	97,—	102,50	89,50
1. Juni	103,75	97,—	102,50	88,60

[1]) Die Kurse vom 1. Januar 1918 bis 1. August 1919 sind wegen der damaligen Einstellung der amtlichen Kursnotiz nichtamtlichen Veröffentlichungen entnommen. Ab 1. September 1919 sind die Kurse der amtlichen Kursblätter der Münchener und Berliner Börse eingesetzt. — [2]) Kurs vom 7. Mai 1919. — [3]) Kurs vom 31. Dezember 1918. — [4]) Kurs vom 4. Februar 1920.

	Bayer. Hypotheken- und Wechsel-Bank Pfandbriefe		Preuß. Central-Bodenkredit-A.-G.-Pfandbriefe	
	4%	3½%	4%	3½%
1920				
1. Juli	103,—	97,—	101,—	85,75
2. August	103,—	97,—	100,50	86,10
1. September	103,—	97,—	99,50	84,40
1. Oktober	103,50	97,—	97,50	83,20
2. November	104,50	99,50	98,—	85,—
2. Dezember	107,25	99,50	99,50	84,25[6])
1921				
5. Januar	107,50	99,25	98,50	80,25
1. Februar	105,—	96,50	96,50[5])	80,50[5])
1. März	105,—	96,50	96,50	80,25
1. April	101,—	96,—	96,25	79,50
2. Mai	101,—	95,50	97,—	79,30
1. Juni	100,50	93,50	96,50	79,20
1. Juli	100,50	93,—	95,—	77,90
1. August	100,50	92,—	95,—	74,—
1. September	100,50	91,50	92,—	72,—
3. Oktober	100,50	92,—	86,—	71,30
3. November	105,—	96,—	99,—	88,—
2. Dezember	111,—	99,—	104,—	83,—
1922				
3. Januar	103,—	94,—	100,—	80,—
1. Februar	104,—	95,—	104,—	80,50
1. März	104,—	95,—	102,—	79,25
3. April	103,—	94,—	102,—	78,50
1. Mai	102,—	94,—	104,—	79,—
1. Juni	102,—	94,—	104,—	79,—
3. Juli	101,—	94,—	104,—	79,75
1. August	101,—	94,—	104,—	75,75
1. September	101,—	94,—	104,—	71,50
3. Oktober	100,—	92,50	104,—	69,—
3. November	100,—	91,—	104,—	70,—
1. Dezember	120,—	112,—	110,—	86,50
1923				
3. Januar	125,—	145,—	130,—	130,—
2. Februar	250,—[1])	225,—[1])	190,—	160,—
2. März	240,—[2])	150,—[2])	198,—	105,—
4. April	160,—	140,—	170,—	105,—
3. Mai	170,—[3])	160,—[3])	177,—	98,—
2. Juni	170,—	220,—	170,—	98,—
2. Juli	350,—	520,—	500,—	350,—
1. August	530,—[4])	900,—[4])	3,100,—	3,300,—
3. September	2,100,—	2,900,—	—	—
1. Oktober	10,000,—	10,000,—	—	—
5. November	80,000,—	85,000,—	—	—

[1]) Kurs vom 5. Februar 1923. — [2]) Kurs vom 5. März 1923. — [3]) Kurs vom 7. Mai 1923. — [4]) Kurs vom 30. Juli 1923. — [5]) Kurs vom 2. Februar 1921. — [6]) Kurs vom 3. Dezember 1920.

		Bayer. Hypotheken- und Wechsel-Bank-Goldpfandbriefe		Preuß. Central-Bodenkredit-A.-G.-Goldpfandbriefe			
		8%	6%	10%	8%	7%	5%
1923	7. Dezember	—	—	—	—	—	100,—
1924	2. Januar	—	—	—	—	—	65,—
	1. Februar	—	—	—	—	—	65,—
	3. März	—	—	—	—	—	50,—
	1. April	—	79,—	—	—	—	49,—
	1. Mai	—	50,—	—	—	—	37,—
	2. Juni	—	50,—	—	—	—	40,—
	1. Juli	—	48,—	—	—	—	42,50
	1. August	—	60,—	83,—	—	—	52,50
	1. September	—	67,50	87,—	—	—	56,75
	1. Oktober	—	68,—	93,—	—	—	57,75
	3. November	—	68,50	95,—	84,—	—	60,50
	1. Dezember	84,—	68,50	95,—	84,—	—	63,50
1925	2. Januar	84,50	68,50	94,—	83,50	—	68,—
	2. Februar	86,—	79,—	103,—	90,—	—	75,—
	2. März	88,—	78,—	101,50	89,—	—	71,50
	1. April	85,50 ex.C.	76,50 ex.C.	100,75	86,—	—	71,—
	1. Mai	86,—	73,—	101,—	86,—	—	75,—
	2. Juni	84,50	73,50	98,50	84,50	—	67,—
	1. Juli	84,50	70,—	98,—	85,—	—	65,—
	3. August	84,50	70,—	98,50	85,—	—	65,—
	1. September	84,50	70,—	98,50	85,—	—	—,—B.
	1. Oktober	84,50	70,25	98,—	84,—	—	65,25
	2. November	84,50	71,—	100,50	84,50	—	62,75
	1. Dezember	84,50	72,—	100,90	84,50	—	61,—
1926	2. Januar	84,50	73,—	99,50	84,50	—	61,—
	1. Februar	85,—	77,25	103,50	87,—	—	67,50
	1. März	94,—	82,—	105,—	93,50	—	74,50
	1. April	100,50	94,50	111,25	100,—	—	88,—
	1. Mai	100,—	91,—	108,—	100,—	—	85,—
	1. Juni	100,—	91,50	107,50	100,—	—	82,90
	1. Juli	100,—	92,50	108,—	100,—	—	84,25
	2. August	101,—	93,—	112,50	100,—	—	82,25
	1. September	101,—	91,—	110,—	100,50	—	83,90
	1. Oktober	101,—	91,—	107,—	100,—	—	82,50
	2. November	101,—	91,—	108,30	101,—	—	84,60
	1. Dezember	101,50	92,—	107,—	103,90	97,60	88,75

	Bayer. Hypotheken- und Wechsel-Bank-Goldpfandbriefe				Preuß. Central-Bodenkredit-A.-G. Goldpfandbriefe					
	8%	7%	6%	4½% Liqu.	10%	8%	7%	6%	5%	4½% Liqu.
1927										
3. Januar .	102,50	—	97,—	—	108,—	103,50	95,50	—	89,50	—
1. Februar .	105,50	—	99,—	91,80	113,—	105,50	106,50[3])	—	93,75	—
1. März . .	107,—	—	99,50	89,—	112,50	106,25	104,25	99,—	93,—	88,—
1. April . .	107,—	102,—	98,50	87,50	112,—	103,—	103,—	98,50	91,—	86,75
2. Mai . .	107,—	102,—	98,50	85,40	113,25	102,50	102,—	98,—	89,50	84,50
1. Juni . .	107,—	100,25	97,—	80,25	112,50[1])	101,25	101,50	98,—	86,75	80,40
1. Juli . .	102,—	100,—	95,—	82,50	110,—	101,50	100,50	96,—	85,50	82,10
1. August .	103,—	98,—	93,—	82,75	111,—[2])	101,60	100,—	96,—	85,—	80,25
1. Sept. . .	103,—	98,—	93,—	82,50	110,—	100,—	99,—	94,50	84,50	78,90
1. Okt. . .	103,—	97,—	92,—	79,50	109,50	100,50	95,50	93,—	81,—	79,20
2. Nov. . .	102,50	95,—	90,—	74,75	106,50	99,50	94,—	89,—	76,50	74,—
1. Dez. . .	101,—	94,—	88,50	77,10	106,—	99,—	93,—	88,50	77,—	78,—

[1]) Kurs vom 31. Mai 1927. [2]) Kurs vom 2. August 1927. [3]) Kurs vom 2. Februar 1927.